تحرير / أ. د. رفعت السيد العوضي

تقديم / فضيلة الأستاذ الدكتور
علي جمعة محمد

# موسوعة
# الاقتصاد الإسلامي
## في المصارف والنقود والأسواق المالية

المجلد الحادي عشر
١١

## الأسواق المالية في الإسلام


دار السلام
للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة

المعهد العالمي للفكر الإسلامي

# مَوْسُوعَة
# الاقتصاد الإسلامي
## في المصارف والنقود والأسواق المالية

### الأسواق المالية في الإسلام

بطاقة فهرسة : فهرسة أثناء النشر إعداد الهيئة المصرية العامة لدار الكتب والوثائق القومية - إدارة الشؤون الفنية .

موسوعة الاقتصاد الإسلامي في المصارف والنقود والأسواق المالية / تحرير : رفعت السيد العوضي ؛ تقديم : علي جمعة محمد .
- ط ١ . - القاهرة : دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة ، المعهد العالمي للفكر الإسلامي ، ٢٠١٠م .
مج١١ ؛ ٢٤سم . تدمك ٨ ٨٤٨ ٣٤٢ ٩٧٧ ٩٧٨ المحتويات : النقود .
١ - الاقتصاد الإسلامي - موسوعات .
٢ - البنوك الإسلامية        أ - العوضي ، رفعت السيد ( محرر ) .
ب - علي جمعة ( مقدم ) .        جـ - العنوان        ٣٣٠,١٢١

نشر مشترك

الطبعة الأولى

بهذه الصيغة الجديدة المحررة

١٤٣١هـ - ٢٠١٠م

دار السلام

للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة

القاهرة - جمهورية مصر العربية

الإدارة : ١٩ شارع عمر لطفي موازٍ لشارع عباس العقاد
خلف مكتب مصر للطيران عند الحديقة الدولية
وأمام مسجد الشهيد عمرو الشربيني - مدينة نصر
٢٢٧٠٤٢٨٠ - ٢٢٧٤١٥٧٨ ( ٢٠٢ + )
٢٢٧٤١٧٥٠ ( ٢٠٢ + )

المكتبة : فرع الأزهر : ١٢٠ شارع الأزهر الرئيسي -
هاتف : ٢٥٩٣٢٨٢٠ ( ٢٠٢ + )

المكتبة : فرع مدينة نصر : ١ شارع الحسن بن علي متفرع
من شارع علي أمين امتداد شارع مصطفى النحاس -
مدينة نصر - هاتف : ٢٤٠٥٤٦٤٢ ( ٢٠٢ + )

المكتبة : فرع الأسكندرية : ١٢٧ شارع الإسكندر الأكبر -
الأزاريطة قسم باب شرق بجانب جمعية الشبان المسلمين
هاتف : ٥٩٣٢٢٠٥ فاكس : ٥٩٣٢٢٠٤ ( ٢٠٣ + )

بريديًا : ص.ب ١٦١ الغورية الرمز البريدي ١١٦٣٩

البريد الإلكتروني : info@dar-alsalam.com

موقعنا على الإنترنت : www.dar-alsalam.com

المعهد العالمي للفكر الإسلامي

IIIT
500 Grove Street, Suite 200
Herndon, Virginia 20170
U.S.A
001 703 471 1133 (O)
001 703 471 3922 (F)
iiit@iiit.org

# مَوْسُوعَة
# الاقتصاد الإسلامي
## في المصارف والنقود والأسواق المالية

### المجلد الحادي عشر
### الأسواق المالية في الإسلام


تحرير

أ.د. رفعت السيد العوضي

أستاذ الاقتصاد الإسلامي - جامعة الأزهر

والمستشار الأكاديمي للمعهد العالمي للفكر الإسلامي



تقديم

فضيلة الأستاذ الدكتور

علي جمعة محمد

مفتي الديار المصرية



المعهد العالمي للفكر الإسلامي

دار السلام

للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة

بِسْمِ ٱللَّهِ ٱلرَّحْمَٰنِ ٱلرَّحِيمِ

# أَسْوَاقُ الأَوْرَاقِ المَالِيَّةِ
## وَدَوْرُهَا فِي تَمْوِيلِ التَّنْمِيَةِ الاقْتِصَادِيَّةِ
### وَدِرَاسَةٌ مُقَارِنَةٌ بَيْنَ النُّظُمِ الوَضْعِيَّةِ
### وَأَحْكَامِ الشَّرِيعَةِ الإِسْلَامِيَّةِ

تأليف
سمير عبد الحميد رضوان

# مُقَدِّمَة

أحمدك اللَّهم حمدًا كثيرًا طيبًا يليق بجلال وجهك الكريم وعظيم سلطانك ، وأصلي وأسلم على الهادي البشير والسراج المنير ، قائد الغُرّ المحجَّلين ، وسيد الأولين والآخرين ، وحامل لواء الحمد يوم الدين ، سيدنا محمد رسول اللَّه الذي حمل الرسالة وأدى الأمانة ونصح الأمة وكشف الغمة وأمرنا بالتزام الحق والاستقامة والتمسك بالصدق والأمانة ونهانا عن الغش والخيانة ، وعلى آله وصحبه الأطهار الذين اهتدوا بهديه وساروا على دربه فكانوا هداة مهتدين .

لقد تهيأت لي الأسباب لكي أكون أحد المشتغلين بالتحليل المالي ، وأن أكون في ذات الوقت متابعًا لسوق الأوراق المالية وملازمًا لها ملازمة الظل لصاحبه . والمحلل المالي شأنه شأن كل باحث في ميادين الحياة ومجالات العلم والمعرفة ، وظيفته البحث والتنقيب ، وأدواته التي يستعين بها مؤشرات ومعايير ، إذا أحسن استخدامها وحذق فنونها وأجاد الربط بينها خلال فحصه الدقيق للقوائم المالية والحسابات الختامية ومتابعته للتغيرات التي تكون قد طرأت على بنود الميزانية لأية منشأة تجارية أو وحدة إنتاجية خلال سلسلة زمنية متصلة ، استبان له مدى سلامة بنيتها الاقتصادية ، وتعرف على مناحي الضعف وأوجه القوة ، فيضع يده على موضع الداء وينتهي من تقويمه للأداء بالحكم على المركز المالي للمنشأة إجمالًا ، ومستوى أداء إداراتها وأقسامها تفصيلًا .

وقد استَلْفَتَ نظري وشد انتباهي من خلال مطالعتي ومتابعتي لنتائج أعمال تلك الشركات أن بعض وحداتها الإنتاجية بل وتلك القلاع الصناعية لا يتناسب الفائض الذي تحققه مع ضخامة رؤوس أموالها وتراكم احتياطياتها خلال عمر مديد يصل في بعضها إلى نصف قرن أو يزيد ، وقد ثبت على وجه القطع واليقين أن أسباب تردي هذه الشركات واحدة ، وتتخلص في خلل هياكلها التمويلية والعجز المستمر في تدفقاتها النقدية ؛ الأمر الذي استتبعه نقص السيولة الفعلية ، والتي صارت في بعض الشركات

إلى نضوب ، فلجأت إلى السحب على المكشوف ، وعجزت عن الوفاء بأقساط الديون ، فلجأت إلى تجديد القروض ، فأضافت إلى أعبائها أعباءً ثقالًا ، ناءت بحملها ، وأثقلت كاهلها ، إذ التهمت الفوائد الربوية عوائد إنتاجها وثمار جهودها ، ولم يبق لها إلا الفتات حتى بدت الصورة .

وكأن هذه الشركات إنما تعمل لحساب تلك البنوك ، وهي مع ذلك ترى أن في لجوئها للمصارف الربوية أمرًا محتومًا وقدرًا تفرضه الضرورة وتقتضيه الحاجة لتمويل أنشطتها واحتياجاتها العاجلة ، كما عجزت هذه الشركات عن تدبير الأموال اللازمة لأغراض التوسع والتطوير أو الإحلال والتجديد ؛ فقبلت الاقتراض من البنوك المحلية وبعض المؤسسات الدولية بشروط مجحفة وفوائد مضاعفة .

لذلك فلا غرو ولا عجب وقد استسلمت قوى الإنتاج لاستنزاف ثرواتها وسلب أموالها أن تتضاءل فوائض إنتاجها وأن يزداد في بعضها تضاؤلًا ليحقق رقمًا سالبًا ، في حين أصابت البنوك على الجانب الآخر تخمة من غنى وهي ليست صاحبة فضل فيه ، فلا الأموال التي اقترضتها أموالها ، وإنما أغلبها أموال المودعين ، ولا الأموال التي أتخمتها ثمار جهودها ، وإنما ثمرة جهد وعرق الآخرين ، لا غرو إذن أن تصل قوى الإنتاج إلى حالة التردي الذي وصلت إليه ، لقد اتخذت من التعامل الربوي مصدرًا رئيسيًا لتمويلها فكان ذلك سببًا كافيًا لتخلف البلاد وهلاك العباد .

لقد تقدم العالم وتأخرنا وتحركت الدنيا وتجمدنا بعد أن كانت لنا الدنيا ومن أمسى عليها ، وحسب من كان في قلبه ذرة من إيمان أن يتلو قول الله ﷻ : ﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنتُم مُّؤْمِنِينَ ۝ فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ ۖ وَإِن تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُءُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ ﴾ [ البقرة : ٢٧٨ ، ٢٧٩ ] .
لذلك آليت على نفسي أن أفتش عن البديل في مصدر من مصادر التمويل يضمن تدفق الأموال لهذه الشركات بالقدر الذي يكفي لتمويل أنشطتها ، وسد حاجاتها ، وتصحيح مسارها ودعم بنيتها ، موقنًا أن الدين الإسلامي لم يكن يومًا منعزلًا عن الحياة رغم كل مظاهر التجديد والتحديث ، وأنه قادر على مواجهة تحديات العصر وتفجير كافة الطاقات الصانعة للحياة ، وفكرت في الأمر مليًا فوقع اختياري على سوق الأوراق المالية رغم أنها لم تنشأ في حضانة الإسلام وتشوبها بعض أدران المدنية المعاصرة ، إلا أنني

وجدت أنه ليس من المستعصي تطهيرها من شوائبها وإخضاع معاملاتها لمبادئ الشريعة الإسلامية وقواعدها العامة وصهرها في بوتقة الفكر الإسلامي الأصيل .

وإذا كان لسوق الأوراق المالية أدواتها التقليدية التي يجري التعامل عليها داخل أروقة البورصة وخارجها بين الأفراد والمؤسسات والمصارف والهيئات وهي الأسهم والسندات وحصص التأسيس التي عن طريقها يتم استقطاب المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار ، فإن أهم هذه الأدوات وأقواها أثرًا وأعظمها نفعًا وأعلاها قدرًا هي أسهم شركات المساهمة ؛ تلك الشركات التي أضحت أبرز علامات النشاط الاقتصادي في العصر الحديث ، والتي تطورت تطورًا مذهلًا منذ بداية القرن السادس عشر الميلادي فتميزت بضخامة رؤوس أموالها وتعدد أنشطتها ، وتجاوز بعضها حدود أوطانها حتى غدت السوق العالمية وكأنها شبكة للشركات العملاقة والتي يتجاوز حجمُها وحجم نشاطها حجم ونشاط بعض الدول ؛ بل وأيضًا بعض القارات (١) ؛ لذلك فمن غير المتصور قيام هذه الشركات في غيبة الأسواق التي تنظم التعامل على أسهمها ، وتراقب أداءها ، وتقوم أصولها ، وتضمن للمستثمرين في أسهمها تسييلها - إذا دعتهم لذلك ضرورة - بسرعة وسهولة ، كما تضمن هذه الأسواق استمرار تدفق الأموال إلى تلك الشركات إذا ما رغبت في زيادة رؤوس أموالها من أجل التوسع والتطوير أو لم تكف مواردها الذاتية لعمليات الإحلال والتجديد .

وإذا كانت التنمية الاقتصادية تظل مجرد عبارات جوفاء خاوية المضمون ما لم يتوفر لكل دولة تسعى إليها جهاز إنتاجي فني ومتقدم وقادر على تكوين الاستثمارات اللازمة لتشغيل الموارد المعطلة ، فإن سوق الأوراق المالية بإمكانها أن تساهم في تمكين قوى الإنتاج من القيام بدورها في دفع عجلة التنمية الاقتصادية إيذانًا ببدء مرحلة الانطلاق .

وقد استهدفت بهذا البحث أمورًا منها :

**الأمر الأول** : أن أتقدم ببحث علمي يغطي جوانب القصور والنقص في المكتبة العربية في مجال عزَّ على كثير غيري أن يغامروا بالخوض فيه بسبب ندرة المراجع العربية وعدم غزارة مادتها العلمية ؛ فضلًا عن أن البيوع التي تمارس في أسواق الأوراق المالية لا يحيط بأصولها وأساليبها وكيفية تنفيذها إلا القلة القليلة التي مارست التعامل مع

(١) دكتور أبو زيد رضوان ، شركات المساهمة ، ( ط٢ ) ، دار الفكر العربي .

المؤسسات الدولية وأسواق المال العالمية ، لذلك لم يكن من الأمور المثيرة للدهشة أن تتصدر العبارة التالية أحد المراجع الأجنبية التي تعالج مسألة البورصات إذ يقول المؤلف في مقدمته :

( I am to speak of what all people are busy about, but not one in forty understand , Hartly withers ) .

فإذا كان شأن شعوب الغرب الجهالة بالبورصات ، وهي التي نشأت في حضانتهم وهم أكثر الشعوب انشغالاً بها ، فما ظننا بشعوب يغلب على ظنها أن هذه البورصات ما هي إلا منتديات للقمار تذوب فيها الثروات ولا يرتادها إلا المقامرون والمغامرون ؟

لا غرو إذن أن جعلت عمدتي في البحث لتحصيل المادة العلمية ما أتيح لي من المراجع والموسوعات الأجنبية .

**الأمر الثاني** : أنني وددت أن أقدم إلى وطني - الذي نَبَتَ جسدي على ترابه وعشت على خيراته ، وإلى أمة الإسلام التي أكرمني اللّه بالانتساب إليها والتي يخفق قلبي حبًا لها وإشفاقًا عليها - هذا البحث عن سوق الأوراق المالية بمحاسنها ومساوئها ، بعدما بلغت أعلى درجات القناعة باستحالة غياب هذه السوق عن واقعنا الاقتصادي المعاصر في ظل قيام وانتشار شركات المساهمة ، والتي أضحت أبرز معالم هذا العصر ولكن بعد تطهيرها من شوائبها وأدرانها .

**الأمر الثالث** : أن بعض الباحثين قد اقتحموا من خلال الرسائل العلمية - التي أعدوها حديثًا - هذا المجال ، وهؤلاء يمكن تقسيمهم إلى فريقين : فريق غلبت عليه النزعة الفقهية بحكم تخصصه ، فلم تحظ رسائل هذا الفريق بالعمق الموضوعي والعلمي والعملي ، وفريق آخر من ذوي التخصصات الاقتصادية آثروا الوقوف عند الحدود الإقليمية ، فاكتفوا بدراسات تطبيقية عن الأسواق المحلية ؛ ولذلك ظل الفراغ قائمًا لمن ينشد العلم والمعرفة والإحاطة بما يجري في الأسواق العالمية .

**الأمر الرابع** : أنني قد أصابني الجزع إثر قراءتي لبعض الدراسات التي أعدها بعض العلماء عن الأحكام الشرعية للبياعات التي تجري في أسواق الأوراق المالية ؛ حيث استَبان لي مدى قصور المادة العلمية فيما نقلوه وكتبوه ، ولعل ذلك بسبب اعتمادهم على بعض الكتب التي اختلط فيها الغث بالثمين ، وخلا العرض في معظمها من

التمحيص والتحقيق ، وجاء تصويرها للبيوع في هذه الأسواق معيبًا وغير أمين ، وقد ذهب هؤلاء العلماء يبنون الأحكام في ضوء ما استقوه من معلومات ، ولما كان الحكم على الشيء فرعٌ عن تصوُّرِه ؛ لذلك فإن فساد التصور مؤداه فساد الحكم ومخالفته لمقتضى الشرع .

**الأمر الخامس** : أنني ابتغيت برسالتي هذه أن أشارك في الصحوة الإسلامية من خلال تقديمي لسوق إسلامية للأوراق المالية بعد أن تعاظم دور هذه الأسواق في الحياة الاقتصادية .

**الأمر السادس** : أننا لا نريد للإسلام - الذي كان دائمًا وأبدًا وسيظل دائمًا وأبدًا دستورًا للحياة - أن يكون حبيسًا في المساجد ولا أن يبقى مجرد نصوص في بطون الكتب ، وإنما نريد أن نراه في متاجرنا وأسواقنا ميزانًا وافيًا وقولًا صادقًا وسلعًا غير مغشوشة وتجارة لن تبور ، فذلك هو الدين القيم .

أما منهجي في البحث فيقوم على التأصيل والإفاضة في المواضع والمواضيع التي يقتضي عرضها بعض الإسهاب أو التفصيل ، إما لعدم تصدي المراجع العربية لموضوعاتها أو لعدم وُلُوجِهَا في تفاصيلها أو لتصحيح مفاهيم خاطئة ، ثم بناء الأحكام الشرعية على أساسها .

وإني أتناول المسألة فأبدأ بتعريفها وطبيعتها ، ثم الخوض في بعض تفاصيلها ، فإن تعددت التعريفات ورأيت في ذكرها فائدة فأذكرها إما لإثبات إجماع الرأي عليها أو لأنها في مجملها تصل بنا إلى التعريف الأشمل والأمثل ، وإن بدا لي أن أجمع بين سائر التعريفات في تعريف واحد يزيد من قوتها ولا يخل بمعانيها فعلت .

وقد لجأت في كثير من المواضع إلى الاستشهاد ببعض النصوص الأجنبية ، وجعلتها في صلب صفحات الرسالة ، ولم أجعلها في عجزها ؛ إما لأهميتها وعلو قدرها في ذلك المقام ، أو لأني رأيت فيها حجة واضحة في المسائل التي احتدم الخلاف بشأنها لنقطع بهذا على أهل الزيف زيفهم ، ونرد الذين اختلط عليهم الأمر إلى صوابهم .

وفي المسائل المحسومة سلكت مسلك الاختصار ، أما المسائل التي احتدم الجدال بشأنها ورأيت أن الجهالة تحيطها فقد أخذت منها بنصيب من إطالة ذيول الكلام والشرح والإسهاب .

ولما كان لسوق الأوراق المالية شقان ؛ أحدهما يتعلق بالجانب التنظيمي ، والآخر

يتعلق بالجانب الوظيفي ونقصد به البياعات ، فقد آثرنا أن تكون المسائل التنظيمية في باب والبيوع في باب آخر ؛ فكافَّة البيوع التي يجري تنفيذها في السوق يتعين إثبات الحكم أو الرأي الشرعي فيها ، ولكن الأمر يختلف في المسائل التنظيمية ؛ إذ إنه نادرًا ما يتعارض بعضها مع قواعد الفقه الإسلامي ، فإذا تعارضت إحداهما ذكرنا الحكم الشرعي فيها .

وقد كان عمدتنا فيما توصلنا إليه من أحكام ، الأدلة الثابتة بالكتاب والسنة والإجماع وأقوال الفقهاء والفتاوى الشرعية التي انتهت إليها المجامع الفقهية في المسائل الاقتصادية .

وقد أتعرض في بعض المسائل لبعض آراء الفقهاء المعاصرين مناقشًا لها ، مرجحًا للرأي الراجح منها بالدليل الشرعي .

وقد حرصت كل الحرص من خلال هذا البحث على أن أذلل للباحثين في هذا المجال الصعاب التي لقيتها والتي قد تخور أمامها عزائم الرجال الأشداء ، فضمَّنت بحثي هذا مسائل لم تعالجها أيٌّ من المؤلفات العربية أو الرسائل العلمية التي تتناول أسواق الأوراق المالية ، وحسبي أن أشير إلى نماذج محدودة في هذا الصدد :

١ - تصديت لمسألة لم يقطع فيها أحد قبلي برأي - فيما قرأت وعلمت - سوى من استقيت العلم منهم ، وهذه المسألة هي التأصيل التاريخي للبورصة وأصل اشتقاق لفظها ، وقد كلفني ذلك الاتصال بإحدى الدول الأجنبية الغربية ومخاطبة سفيرها وتبادل المراسلات معه للوقوف على الحقائق التاريخية لأول بورصة في العالم شهدتها مدينة بروج ( Bruges ) البلجيكية .

٢ - من المسائل التي عالجتها أيضًا وأغلب الظن عندي خلو المراجع العربية منها هي كيفية التعامل في الأسواق غير الرسمية ونظم التسعير فيها .

٣ - رغم أن كثيرًا من الكتاب والباحثين قد خاضوا في مسألة البيع على المكشوف في بورصات الأوراق المالية والبورصات السلعية إلا أن أحدًا منهم - فيما علمت وقرأت - لم يذع أسرار هذه البيوع ، وميكانيكيتها ، والأسلوب الشائن الذي يجري به تنفيذها ، والدور الذي يلعبه السمسار في تنفيذ أوامر العملاء من حيث كونه فضوليًا في تصرفاته ، وترجع أهمية الكشف عن سوءة هذه البيوع إلى أن نفرًا من الفقهاء الذين لا نتهمهم في

دينهم ولا نشك في ورعهم أباح البيوع العاجلة في البورصات جملة ، ظنًّا منهم أن البيع على المكشوف من البيوع الآجلة ، بينما ذهب فريق منهم إلى إجازة هذا النوع من البيوع افتئاتًا على الشريعة الإسلامية .

٤ - تطرقتُ من خلال البحث إلى طرق تنفيذ العمليات في بورصة لندن وبورصة وول ستريت بأمريكا ، وأظهرتُ وجه الخلاف بينهما ، وهو الأمر الذي كان موضع خلط من جانب الناقلين من الباحثين والدارسين .

٥ - خرجتُ على تقاليد وكتابات الأولين التي تناولت فيما يشبه الإجماع تكييف البيوع العاجلة التي يجري تنفيذها في هذه الأسواق على أنها من بيع المزاد ، وأبنْتُ وجه الخطأ فيما استَبنته في هذه المسألة ، واجتهدت في التصحيح وتصويب التكييف .

٦ - قمتُ بإزالة وجوه الخلط والالتباس فيما اشتبه على الخاصة وعامة الناس في شأن عقد الوكالة وعقد السمسرة ، والذي ترتب عليه إلصاق صفة السمسار على الوكيل بالعمولة في هذه الأسواق ، وقمت بتصويب هذا الخطأ ، والذي لم تسلم منه اللوائح والقوانين المعمول بها في مصر وفي بلاد غيرها .

٧ - قمتُ كذلك بكشف القناع عن زيف نظرية الرافعة المالية فعرضت للنموذج الذي قدمته إحدى الموسوعات الأمريكية ، والتي تسعى إلى إثبات أن الاقتراض بالفائدة الربوية خير من اللجوء إلى زيادة رؤوس أموال الشركات أو أية وسيلة من وسائل التمويل بالطرق الشرعية ، وقد قمتُ بتصوير هذا النموذج لبيان فساد رأيهم واعوجاج فكرهم خاصة وأن النموذج قام على افتراضات فاسدة .

٨ - تناولتُ في عرض وافٍ البيوع الشرطية الخيارية « وإن شئت فقل عقود الامتياز » بمسمياتها ومصطلحاتها في الأسواق الأجنبية ، والتي يتعذر على الباحث المجتهد الوقوف على دقائق تفاصيلها ومفاهيمها من خلال المراجع العلمية العربية خاصة مع دقة تفاصيلها وصعوبة التمييز بين أنواعها .

٩ - استعنتُ بالمراجع الأجنبية في إثبات بطلان وفساد البيوع الشرطية الخيارية التي يجري تنفيذها في أسواق الأوراق المالية ، والتي تقوم على الرهان من جانب المقامرين على ارتفاع الأسعار وانخفاضها ، ودفعني إلى ذلك تطوع نفر من علماء المسلمين إلى القول بحل هذه المعاملات ، وأنها من بيع الخيار الذي أباحته الشريعة الإسلامية دون

تمييز بين خيار فيه ضياع حقوق العباد ، وخيار لمن في البياعات ، وتقل خبرته في مسائل البيع والشراء والتعامل في الأسواق .

فنقلتُ عن الكتّاب الغربيين الذين يفصلون بين الدنيا والدين - وهم الذين نشأت البورصات في حضانتهم - قولهم بأن هذه البيوع من قبيل الرهان والقمار .

١٠ - عالجتُ مسألة المؤشرات العالمية التي يجري استخدامها في قياس حركة واتجاهات الأسعار في أسواق الأوراق المالية العالمية ، ولا يوجد مرجع عربي واحد تضمه المكتبات العامة المصرية يتصدى لهذه المسألة الحيوية .

١١ - قمتُ بمحاولة إعداد مؤشر لاتجاهات الأسعار في بورصة الأوراق المالية بالقاهرة ، واستغرق ذلك مني وقتًا طويلًا واستنفد جهدًا كبيرًا ، واعتمدتُ في تركيبه على طريقة باشه ( Bashe index number ) ، وذلك بالنسبة للأوزان وأسلوب الوسط المتحرك كبديل عن الأساس الثابت بما يتلاءم في رأيي مع ظروف السوق في مصر ، والمؤشر على هذا النحو يعتمد على كميات فترة المقارنة والأساس المتحرك .

**عناصر البحث :**

وضعت هذه الرسالة في مقدمة وفصلين وخاتمة ، وجعلت كل فصل في ثلاثة مباحث وكل مبحث في ثلاثة مطالب .

أما الفصل الأول ، فيتصدى لماهية البورصة ، ونشأة الأسواق وتطورها بوجه عام ، وماهية سوق الأوراق ووجه الشبه والخلاف بينها وبين غيرها من الأسواق بوجه خاص ، كما تناولت في هذا الباب وظائف البورصة ، وأهمية السوق الأولية والسوق الثانوية بوصفهما شقي سوق الأوراق المالية ، ثم عرجت إلى السوق غير الرسمية ، فتصديت لأسلوب التعامل مع طائفة « الديلرز » في هذه الأسواق ، وهم الذين يشتغلون في المتاجرة بالأوراق المالية ولهم حوانيت وأماكن مخصوصة لتنفيذ عمليات البيع والشراء ، وتصديت كذلك لما يعرف بالسوق الثالثة وأتبعتها بالرابعة ، وتحدثت كذلك من خلال هذا الباب عن معايير الكفاءة في الأسواق ودور جهاز السوق في تحديد اتجاهات الأسعار وأهم النظريات التي تعالجها ، والمؤشرات التي يجري استخدامها في قياس الظواهر السوقية والدورات الاقتصادية .

كما عرضت تفصيلًا من خلال هذا الباب للأوامر التي تصدر من العملاء إلى

الوكلاء ، وهم طائفة السماسرة والوسطاء ، وكذلك لكيفية تنفيذ هذه الأوامر في البورصات المحلية وأشهر البورصات العالمية .

ثم تصديت لمسألة الوسطاء الذين لهم حق التعامل في هذه البورصات وموقف الفقه الإسلامي منهم ، وتعرضت في هذا الباب أيضًا لمسألة التخلف الاقتصادي وعملية التنمية الاقتصادية ، ودور سوق الأوراق المالية في تمويلها ، ولم يفتني أن أعرض من خلال هذا الباب للمدرسة الأخلاقية ، والتي تخضع القيم الاقتصادية للقيم الدينية ، ثم تشخيص المشكلة الاقتصادية من منظور إسلامي .

أما الفصل الثاني ، فتحدثت من خلاله عن البيوع التي تجرى في أسواق الأوراق المالية ، ونظرة الشريعة الإسلامية إليها ، واقتضى ذلك التصدي لمسألة الشركات في الفقه الإسلامي ، والتي عرجت منها إلى شركات المساهمة ثم عرضت لموقف الشريعة الإسلامية منها ، وتناولت – وأنا بصدد الوقوف على الحكم الشرعي – حجج المبيحين وكذلك حجج المحرمين ، ثم ناقشت حجج الفريقين ، كما تناولت الأدوات التي يجري التعامل عليها في هذه الأسواق ، وهي الأسهم بمختلف أنواعها والسندات بأنواعها التقليدية والمستحدثة أيضًا ، وطبيعة كل أداة من هذه الأدوات ، وعرضت لموقف الفقه الإسلامي من كافة الأدوات التي تناولتها بالبحث .

تناولت كذلك البيوع العاجلة في بورصة الأوراق المالية ؛ فعالجت مسألة البيع بالمزاد أو ما يسمى في الشريعة الإسلامية ببيع المزايدة ، وموقف الشريعة الإسلامية منه ، ثم عرضت لمسالة البيع على المكشوف ، وهو بيع الإنسان ما ليس عنده ، وتناولته ضمن البيوع العاجلة ، وعرضت لموقف الشريعة الإسلامية من هذا النوع من البيوع ، وكذلك البيع بالحد ، وموقف الفقه الإسلامي منه .

تناولت بعد ذلك البيوع الآجلة من حيث مفهوم البيع الآجل في الإسلام ، ثم موقف الإسلام من البيوع المصطلح عليها في البورصات بالبيوع الآجلة ، وتصديت بعد ذلك للبيوع الآجلة الخيارية الشرطية أو ما يسمى عند البعض بعقود الامتياز ( Options ) وتناولت على وجه التفصيل مفهوم هذه البيوع ووجه الخلاف بين عقود الامتياز أو البيوع الخيارية في الأسواق الأمريكية والأسواق الأوروبية .

قدمت بعد ذلك موجزًا للبحث ، تلته الخاتمة والتي تحمل توصية واحدة ، وعدة

مقترحات ؛ أما التوصية فهي إقامة سوق أوراق مالية إسلامية غير إقليمية ، وأما المقترحات فتتضمن بعض الأسس اللازمة لقيام هذه السوق .

وإني في ختام هذه المقدمة - والتي طفت من خلالها حول هذا البحث طوافًا عابرًا - أقسم - غير حانث - أني قد بذلت غاية جهدي وأفرغت كل وسعي بغية الوصول بهذا البحث إلى غايته المنشودة ، وإنني إذ غلب عليَّ الظن أنني قد ضربت أنف هذا الأمر وعينه وقلبت ظهره وبطنه ، تذكرت استيلاء النقص على البشر فأخذت أعيد النظر فيما كتبت وتذكرت قول من قال من العارفين :

« إني رأيت أن لا يكتب أحد كتابًا في يومه إلا قال في غده : لو غير هذا لكان أحسن ، ولو زيد هذا لكان يستحسن ، ولو قُدم هذا لكان أفضل ، ولو تُرك هذا لكان أجمل ، وهذا من أعظم العبر على استيلاء النقص على البشر » .

فهذا ما قدرت عليه ، فإن كنت أحسنت فمن الله وأرجو أن يجزيني عنه خيرًا ، وإن كنت أخطأت فمن نفسي وأسأل الله أن يعفو عني ، والله الهادي إلى الصواب .

سعيد عبد الحميد رضوان
أستاذ الاقتصاد والاقتصاد الإسلامي بجامعة الأزهر

* * *

# الفَصْلُ الأولُ : أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية

**تمهيد :**

السوق لغةً هي موضع البياعات ، وسميت بذلك ؛ لأن التجارة تجلب إليها وتساق نحوها المبيعات ، وفي التنزيل العزيز : ﴿ إِلَّآ إِنَّهُمْ لَيَأْكُلُونَ ٱلطَّعَامَ وَيَمْشُونَ فِى ٱلْأَسْوَاقِ ﴾ [ الفرقان : ٢٠ ] (١) ، والسوق بمعناها الحرفي الذي استقر في الأذهان وسيطر على الأفهام هي المكان الذي تباع فيه السلع وتشترى (٢) .

ونظرًا لأن تعريف السوق على الوجه المتقدم ينطوي على جعل المكان أحد أركانه وشرطًا أساسيًا لقيامه ، بينما لا يصدق هذا المفهوم إلا على المجتمعات البدائية التي عرفت نظم المقايضة (٣) منذ أقدم العصور ، ومارست التجارة منذ فجر التاريخ (٤) ؛ بعد

---

(١) لسان العرب ، لابن منظور ، طبعة دار المعارف .

(٢) Encyclopaedia Britannica vol 11.

(٣) المقايضة هي أسبق أشكال المبادلة تاريخيًا ، ومن الثابت أن الجماعات البدائية لم تعرف البيوع في الأسواق حتى القرن الثامن قبل الميلاد ، ومع هذا فما زالت المقايضة قائمة في كثير من المجتمعات حتى وقتنا هذا ، « الموسوعة العربية الميسرة » والمقايضة هي مبادلة المرء غيره ما يفيض عن حاجته بما هو في حاجة إليه ، ويحدثنا التاريخ أن بابل كانت في القرن السادس قبل الميلاد مستودعًا عالميًا ، تجري فيها المقايضات بالسلع التي كانت تحملها القوافل « جورج لوفران ، تاريخ التجارة منذ أقدم العصور حتى العصر الحديث ، ترجمة هاشم الحسيني ، مكتبة الحياة ، بيروت » وطيلة القرون الوسطى كانت السفن العربية تمخر المحيط الهندي من الموزمبيق التي احتلتها البرتغال في القرن السادس عشر إلى ملبار ، وهي ساحل مهم غرب الهند « ابن بطوطة ، تحفة النظار في غرائب الأمصار وعجائب الأسفار » هذا وتتميز المقايضة عن البيع أن بدليها ليس من النقود ؛ ولذا يعتبر كل مقايض بائعًا ومشتريًا في وقت واحد ، فهو بائع للشيء الذي قايض به ، ومشتريًا للشيء الذي قايض عليه « د. أنور سلطان – العقود المسماة ، طبعة ( ١٩٥١م ) .

(٤) ويرى أستاذنا الدكتور عبد الحميد الغزالي أنه بظهور نوع من التخصص في الإنتاج ودرجة من تقسيم =

أن أحاطتها بطقوس دقيقة ما زال علماء الاجتماع يسعون في ولوجها ، فلا غرو أن تبدلت المفاهيم ، فمع تفسخ النظام البدائي ، وتبدل حياة المجتمعات ، وتقدم الفن الإنتاجي ، ونمو قوى الإنتاج ، وانتشار وسائل المواصلات وخاصة السكك الحديدية ، والسفن التجارية ، وسبل الاتصال وخاصة الهاتفية والبريدية ، اتسع مفهوم السوق ليشمل كل النطاق الجغرافي الذي يتنافس فيه البائعون ، ويحصل الاتصال من خلاله بين البائعين والمشترين بوسيلة أو بأخرى ، وتتحدد الأسعار فتميل إلى التساوي بالنسبة للسلع المتماثلة في الأزمان والمواقيت الواحدة [١] ، ولا غرابة أن امتد مفهوم السوق ليشمل الأسواق المستقبلية ( Future markets ) والتي يجري من خلالها التعاقد على بيع وشراء سلع لم تنتج بعد ؛ بل إن أغلب عمليات البيع والشراء التي يتم التعاقد عليها من خلال هذه الأسواق لا يترتب عليها تمليك ولا تملك ولا تسليم ولا تسلم ؛ لأن أغلبها عمليات صورية .

ويستفاد مما تقدم أن وحدة المكان ليست شرطًا وأن تشتت التجار ليس قيدًا ؛ فقد

---

= العمل الجماعي انتقلت المجتمعات البشرية البدائية – نتيجة لذلك – من مرحلة الاقتصاد الذاتي ، حيث كان الفرد ينتج ما يكفي بالكاد لبقائه على قيد الحياة ، إلى مرحلة ظهور الفائض الإنتاجي ، وبالتالي قيام الاقتصاد التبادلي ؛ ومن ثم ظهر نظام المقايضة كأول نظام للتبادل عرفته البشرية ( أ.د. عبد الحميد الغزالي ، مقدمة في الاقتصاديات الكلية ، ط ٨٧ ، ص ١٤٠ ) ، ولعل أبرز أشكال المقايضة ما يسمى التجارة الصامتة ( Silent trade ) والتي لا يحدث من خلالها التقاء بين الأطراف الراغبين في التبادل .

وتتم هذه المبادلات عندما يقوم أحد الأطراف أو الجماعات بترك سلعهم في مكان معين مخصص لهذا الغرض ، وتذهب مجموعات أخرى لذات المكان ومعها السلع التي ترغب في مبادلتها ، فإذا ما توافقت الرغبات تركت ما معها من سلع في ذات المكان وأخذت السلع الأخرى محلها ، وميزة هذا النوع أن التبادل يتم حتى بين الجماعات المتنافرة والتي لا يتصور قيام تبادل بينها بالطرق العادية المألوفة ، الموسوعة الأمريكية ( ٢٧٦/٣ ) .

( ١ ) وقد عبر السيد ألفريد مارشال عن ذلك بقوله :

( As Courant says, Economists understand by the term market not any particular Marketplace in which things are bought and sold but the whole of the geographical area in which buyers and the sellers in such free intercourse with one another, that the prices of the same goods tend to equality easily and quickly ) .

Alfred Marshall- Principles of economics- eigth edition P. 270 '

ولعله من المثير حقًا أن بعض الشعوب غير البدائية ما زالت تمارس المقايضة حتى الآن ، ومن هذه الدول التي تمارس أشكالًا متقدمة للمقايضة الولايات المتحدة الأمريكية ، ونحيل إلى الموسوعة الأمريكية الجزء الثالث من يبتغي المزيد من التفصيل في هذا الصدد .

أصبحت المعمورة كلها سوقًا واحدة (١) .

## تاريخ الأسواق :

تاريخ الجماعة البشرية يستدل به على أن الأسواق قد مرت بعدة أطوار متعاقبة منذ نشأتها إلى وقتنا هذا ، وأول هذه الأطوار هو ما عرف بالنظام العائلي ؛ حيث كان الناس حينذاك منقسمين إلى جماعات وعشائر ، فاستقلت كل جماعة بنظامها الاقتصادي ، فكانت تكفي حاجاتها بنفسها دون أن تلجأ لغيرها ؛ حيث كانت الحاجات قليلة والروابط بين الجماعات تكاد تكون معدومة لقلة وسائل النقل وتأخرها ؛ ومن ثم لم يكن هناك حاجة إلى التبادل ولم يظهر بالتالي تقسيم العمل ، وبزيادة الحاجات بدأ ظهور النظام الطائفي الذي انتشر في القرون الوسطى ، وصار المنتج ينتج لنفسه ولغيره وفقًا للطلب ولكن في حدود قريته ، وبزيادة عدد السكان وانتشار العمران أخذ التجار يجتمعون في أوقات معينة وأماكن مخصصة لتبادل السلع وسائر العروض ، وتكررت هذه الاجتماعات من وقت لآخر فكانت تعقد مرة أو مرتين كل عام (٢) ، ثم بدأت هذه الأشكال تتطور وتأخذ صورًا متعددة ، فظهرت الأسواق الدائمة والموسمية والأسبوعية (٣) .

(١) وقد عبّر السيد ( Alfred Marshall ) في عبارة جزيلة عن المعنى المتقدم بقوله :

( The distinction of locality is not necessary. The traders may be spread over a whole town or region of a country and yet make a market if they are by means of fairs meetings published price lists the post office or otherwise in close communication with each other ) .

وأضاف أنه كلما اقترب السوق إلى السوق الكاملة كلما قوي الاتجاه نحو تساوي الثمن المدفوع لذات السلعة في ذات الزمن في كل أنحاء السوق ، وهو ما عبّر عنه بقوله :

( The more nearly perfect a market is the stronger is the tendeney for the same price to be paid for the same thing at the same time in all parts of the market.
Principles of Economics, eigth ed op cit p 270 ).

(٢) د. عبد العزيز مهنا ، الأسواق وتصريف المنتجات .

(٣) الأسواق الدائمة : هي أماكن معينة منتشرة داخل القرى حيث توجد الحوانيت التجارية ، ويتخذ البائعون من هذه الأماكن مواقع ثابتة لعرض ما لديهم من سلع ، ويتجمع الناس في هذه الأماكن بل ويتوافدون إليها من القرى المجاورة التي لا تتوفر لديها مثل هذه السلع ، وأما الأسواق الموسمية : فهي التي ترتبط بزمن معين ومكان محدد ؛ ففي الموالد والأعياد التي تقام في بعض القرى وخاصة لذوي الكرامة من الأولياء يتوافد الخلق من القرى المجاورة أفرادًا وجماعات بما يتفق مع التقاليد والأعراف والقيم والمعتقدات السائدة في هذه المجتمعات ، وتقام الأسواق ويجري فيها تبادل شتى السلع والمنتجات ، وأما الأسواق الأسبوعية : فهي التي تقام في القرى وضواحي المدن في أيام محدودة من أيام الأسبوع ، ويأتي إليها الناس من القرى المجاورة ، والتي =

واتخذت أسماء لها [١] ، وكل هذه الأنماط لا تخرج عن نطاق الأسواق التقليدية ، والتي يعتبر المكان أحد أركانها وشرطًا أساسيًا لقيامها .

ومع تفسخ النظام الإقطاعي وظهور الرأسمالية التجارية [٢] في القرن الثالث عشر الميلادي تبوأت التجارة مركز الصدارة بين سائر الأنشطة الاقتصادية ؛ الأمر الذي أدّى إلى الاهتمام بالأسواق ونموها واتساعها وانتشارها ورعاية الدولة لها [٣] ، وإذ سعت الرأسمالية التجارية لفتح مزيد من الأسواق لتصريف منتجاتها وفتح منافذ وقنوات جديدة لصادراتها ، وكان سبيلها إلى ذلك التوسع في المستعمرات فيما وراء البحار [٤] ، فإن الكشوف البحرية الكبرى - التي بدأت قبل أفول القرن الخامس عشر بسنوات قليلة وبعد مقدم القرن السادس بسنوات مماثلة تقريبًا - تمخضت أيضًا عن ضم كثير من المستعمرات إلى إسبانيا والبرتغال ، ثم إلى الدول الأكثر نشاطًا ، وهي : هولندا وإنجلترا وأمريكا [٥] ، وصارت هذه المستعمرات المترامية الأطراف أسواقًا مفتوحة تجلب إليها المنتجات وتجتلب منها المواد الأولية والخامات ، وساحة لصيد ذوي البشرة السوداء الذين

---

= تقام فيها أيضًا أسواقًا مماثلة ، وتؤلف هذه القرى مجتمعة نسقًا واحدًا تكون القرية وحدته ، ويماثل هذا النمط النظام الشمسي ؛ حيث يتوسط سوق القرية الدائم الأسواق الصغيرة للقرى المحيطة ، انظر :

Eric Wolf - Peasants - Prentic Hall Inc, 1966 p . 40 - Nash - Premetive and Peasant Economic Systems - Chandler Publishing Co , Califorinia 1966 p . 60 .

( ١ ) وتسمى السوق باسم السلع التي اشتهرت بها ، ومن الأمثلة على ذلك سوق السلاح وسوق الليمون وسوق الخضر وسوق البلح وسوق الغلال وكلها في مصر - كما قد تسمى السوق بأسماء بعض البلاد التي وجدت فيها كسوق الفسطاط وكفر الدوار في مصر ، وسوق حضرموت في اليمن ، وعكاظ ومجن وذو المجاز في المملكة العربية السعودية ، ويعتبر سوق عكاظ من أشهر الأسواق التقليدية وأعظمها في تاريخ العرب في العصر الجاهلي ؛ إذ كانت معرضًا للإنتاج المادي والفكري ومنتدى لتبادل العلوم والفنون ووسيلة اتصال وإعلام .

( ٢ ) الرأسمالية التجارية ( Commercial Capitalism ) هي وريث النظام الإقطاعي ، وقد اصطلح الاقتصاديون على تسميتها ( Mercantilism ) ورغم أن مسماها موضع خلاف بين بعض الاقتصاديين إلا أن الثابت أن أصل هذه التسمية كما ورد في الموسوعة الأمريكية ( ج ١٨ ) :

Mercantile : The name applied to a set of economic Views prevailing in Europe from the 16 th to the 18 th Centuries . Adam smith called it merecantile system and the term mercantilism is derived from that .

(٣) George Dalton : Economic System of Society - Political Economy , B . T Mecormic . P 30 .

( ٤ ) الموسوعة الأمريكية ، مرجع سابق .

( ٥ ) د. أحمد جامع ، الرأسمالية الناشئة .

كان يتم ترحيلهم إلى هذه البلاد ليدفنوا تحت المناجم أحياء .

كما كان للثورة الصناعية التي بدأت في إنجلترا في النصف الثاني من القرن الثامن عشر ، وفي أمريكا في بداية القرن التاسع عشر أعظم الأثر على التجارة والأسواق [١] ؛ إذ زاد التعامل وتوطدت العلاقات التجارية بين الدول بعضها البعض وبين الدول ومستعمراتها ، وأسست شركات النقل [٢] ، وحل الإنتاج الكبير محل الإنتاج الصغير ، وتعاظمت كمية المواد الخام التي تحتاج إليها الصناعات ، وعدَّل التاجر من عاداته القديمة وهي السفر بتجارته ، فلم يعد ثمة ضرورة لأن يحمل التجار بضائعهم بأنفسهم وأن يسافروا في قوافل مسلحة [٣] ؛ فاستعملت العقود وأصبحت المدن الكبرى ملتقى التجار والعملاء ؛ حيث يجتمعون في أماكن مخصوصة أطلق عليها البورصات ، وترتب على ذلك زوال الطابع الشخصي للعلاقات الاقتصادية بظهور البورصات السلعية ، وهي أقدم وأسبق إلى الظهور من بورصات الأوراق المالية ؛ حيث لم تكن شركات المساهمة قد عرفت قبل القرن السابع عشر .

* * *

---

(١) حسين تيمور بك ، البورصة وتجارة القطن ، طبعة سنة ( ١٩١٧م ) .

(٢) د. عيسى عبده ، حسن لبيب ، سامي وهبه « البورصات » ، المطبعة الأميرية ، سنة ( ١٩٤٧م ) .

(٣) Money Banking and Credit in Medieval Bruges - A Study in the Origns of Banking Rymond De Roover , Ph . D . Mediaeval Academy of America . 1948 .

# المَبْحَثُ الأَوَّلُ

## سوق الأوراق المالية

## المفهوم - الوظائف - معايير الكفاءة

**المَطْلَبُ الأَوَّلُ : ماهية بورصة الأوراق المالية ، ووجه الشبه والاختلاف بينها وبين غيرها من الأسواق :**

البورصة سوق منظمة تقام في مكان ثابت ، يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص ، تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد ، يؤمها المتعاملون في الأسهم والسندات من الراغبين في الاستثمار ، والناشدون الاستفادة من تقلبات الأسعار ، تنعقد جلساتها في المقصورة يوميًا ؛ حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشترين (١) .

**التأصيل التاريخي للفظ البورصة ( Bourse The Origin of the Term ) :**

بالنسبة لأصل كلمة « بورصة » لم يقطع فيها السابقون برأي يطمئن إليه المحققون ويستوثق به الباحثون والدارسون ، وإن تقاربت أقوالهم وتشابهت آراؤهم ، ونعرض هنا لأهم ما ورد في كتب المتخصصين وأسفار العلماء والمؤرخين : يقول الدكتور أحمد زكي موسى هيكل : اختلف المؤرخون في الأصل الذي اشتقت منه كلمة بورصة ؛ فمنهم من يقول أن سبب استعمال كلمة بورصة هو ما حدث في مدينة بروج ( Bruges ) البلجيكية ؛ حيث كان التجار يجتمعون في منزل أحد أعيانهم وهو « فان دي بورص »

---

( ١ ) The stock market is a place where such investments are bought and sold at dependent upon the relation of supply and prices demand Charles Amos Dice - the stock market - Mc graw Hill Book co inc 1952 .

- The Security Market is a place where buyers and sellers come to gather to trade in securities, Fredrick Amling Investment - Fourth edition - Prentice Hall Inc, New jersey .

The Stock Market is an organization which provides a market place and facilities for the purchase and sale of selected government and corporate securities. American peoples Encyclopedia Vol 17 P . 319 .

- A Stock Exchange is an organized market for dealing in securities of businesses and governments Encyclopedia Britannica Vol . 16 .

وكان ذلك هو السبب في استعمال اصطلاح البورصة ، وأردف قائلًا : وهناك رأي آخر يقول إن هذه العائلة كان لها فندق خاص اشتهر باسمها حيث كان التجار الفلورانتيون يجتمعون ، بينما يقول البعض الآخر أن اجتماعات البورصة كانت تعقد في منزل أحد صيارفة المدينة ، وكان يضع كيسًا من النقود على واجهة المنزل ، وإن كلمة بورصة ( Bourse ) الفرنسية تعني بالعربية كيس ، واستطرد قائلًا : والظاهر أن هذا المعني هو الذي يحمل المعنى الدقيق ؛ إذ إن هذه المنطقة التي يعزى إليها هذا الرأي بجانب الحدود الفرنسية حيث يتكلم أهل الإقليم اللغة الفرنسية [١] .

بينما يرى د . مقبل جميعي أن السبب في استعمال لفظ بورصة في القرن السادس عشر هو ما قيل أن بعض التجار الفلورانتيين كانوا ينزلون بفندق لعائلة تسمى ( Van Der Bourse ) بمدينة بروج ، وكان عمل أفراد هذه العائلة هو الوساطة بين هؤلاء التجار ، قال : وقيل أن التجار كانوا يجتمعون في منزل لأحد الصيارفة الذي نقش على واجهة منزله ما يدل على حرفته وهو ثلاثة أكياس من النقود ، ووفّق البعض بين هذين الفكرين فقالوا : إن رب الدار كان صيرفيًا ، ونقشه الأكياس على واجهة منزله دلالة على حرفته ، وسميت العائلة بهذا الاسم ( Bourse ) الذي اشتق منه اسم البورصة [٢] ؛ بينما يقول جول خلاط : « كان تجار مدينة بروج – عاصمة بلاد الفلمنك الغربية في بلجيكا في القرن السادس عشر الميلادي – يجتمعون في قصر تاجر غني يدعى ( Van Der Bourse ) لذلك أطلق اسم صاحب القصر على كل مكان أو اجتماع تكون غايته تداول الأعمال التجارية » ، وأردف قائلًا : « ولما كانت مدينة بروج على جانب عظيم من الرخاء والنفوذ في ذلك العصر جاز ألا تكون هذه الحكاية أقصوصة » [٣] .

ومجمل القول : إن كافة الروايات التي تناقلها الدارسون والباحثون والكتاب المتخصصون تفتقر إلى الدليل ، ويشق على الباحث التمييز من خلالها بين الخبر الصحيح والسقيم ؛ فالروايات جميعًا محمولة على عدد من الاحتمالات ليس أحدهما أظهر ولا أوثق من الآخر ، وهو الأمر الذي يبين من عباراتهم الرخوة والتي لا تقطع في

---

(١) د. أحمد زكي هيكل ، عمليات البورصة في مصر ، طبعة أولى ، سنة ( ١٩٤٩م ) .

(٢) د. مقبل جميعي ، الأسواق والبورصات .

(٣) رئيس بورصة البضائع في مصر ( سابقًا ) نقلًا عن كتابه : أعمال البورصة في مصر ، مطبعة البصير بالإسكندرية ، سنة ( ١٩٣٨م ) .

أمر ولا تحسمه ، وحسبنا إبراز سياق العبارات هنا :

اختلف المؤرخون في الأصل .... فمنهم من يقول ..... وهناك رأي يقول .... وآخر يقول : « قيل أن بعض التجار الفلورانتيين ...... وقيل إن التجار .... ووفق البعض بين هذين الفكرين بقوله ....... » .

وآخر يقول : « ولما كانت مدينة بروج .... جاز ألا تكون هذه الرواية أقصوصة » .

وإذ من الثابت على الوجه المتقدم أن رواياتهم جميعًا ظنية وليس فيها خبر قطعي الثبوت يمكن التعويل عليه والنقل عنه ، فلم يكن هناك بد لمن أراد التحقيق إلا أن يبذل غاية جهده بالبحث والتمحيص ، وخروجًا من دائرة الظن إلى عين اليقين ، لذلك هممت بمراسلة إحدى بلاد الفرنجة ، والتي نشأت أول بورصة في حضانتها وهي « بلجيكا » فوقفت على الحقيقة الغائبة .

تشير الوثائق التي وافاني بها سعادة السفير البلجيكي في مصر بأنه في نهاية القرن الثالث عشر الميلادي بدأت بيوت التجارة والصرافة الإيطالية في الهجرة إلى بلاد الفلندر الشهيرة ببلاد الفلمنك ، وما إن وطد الإيطاليون أقدامهم في هذه البلاد حتى شرعوا في إقامة مستعمراتهم في واحدة من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية في ذلك الحين وهي مدينة بروج ( Bruges ) البلجيكية ، واتخذت القنصليات الإيطالية الثلاث لكل من جنوة والبندقية وفلورنسا مقرًا دائمًا لكل منها في قلب حي الأعمال في هذه المدينة ، وكان لتجمع هذه القنصليات في مكان واحد أن أصبح هذا المكان مرغوبًا من جانب الإيطاليين وصار مهبط التجار ورجال الأعمال .

ولما كان من الثابت تاريخيًا أن المقر الدائم لقنصلية البندقية كان في سابق عهده فندقًا مملوكًا لعائلة « فان ديربيرس » البلجيكية ( van Der Beurs ) والتي اشتهر عن أفرادها من الأجداد إلى الأحفاد اشتغالهم بأعمال الوساطة والسمسرة لنزلاء الفنادق الوافدين على المدينة ( Broker - innkeepers ) وذلك طيلة القرن الرابع عشر والنصف الأول من القرن الخامس عشر ، فلم يكن مستغربًا أن يتسمى الميدان - الذي تحيطه القنصليات الثلاث ، وصار ملتقى التجار الذين يتعاملون في مختلف أنواع السلع وتجمع رجال الأعمال - باسم هذه العائلة ، نقصد عائلة فان ديربيرس .

وقد دعت هذه الظروف إلى إطلاق لفظ البورصة فيما بعد على ذلك المكان المتسع

الذي كانت تحيطه الأروقة وتتوسطه الأعمدة في مدينة انترب ( Antwerb ) الفلندرية المعروفة بأنفرس [١] ؛ حيث أقيمت هذه البورصة على أنقاض بورصة بروج التي احتفظت لنفسها بمركز الصدارة في المال والتجارة خلال الفترة من سنة ( ١٣٠٠م ) إلى ( ١٤٥٠م ) [٢] ، وقد دشنت أنفرس بورصتها التجارية سنة ( ١٤٨٥م ) بعد أن أزاحت بروج من طريقها وقامت بتوسيعها سنة ( ١٥٣٠م ) فاستوعبت التجار من كل صوب وحدب [٣] .

ولكن يظل السؤال مطروحًا : إذا كان لفظ البورصة قد اشتق من اسم عائلة ( Van Der Bourse ) فإن ثمة اختلافًا بين الاسم الذي أطلق عليه المكان أو الميدان الذي يلتقي فيه التجار ( Bourse ) وبين لقب هذه العائلة الذي اشتق منه لفظ البورصة وهو ( Bourse ) وحقيقة الأمر أنه لا خلاف ولا اختلاف ؛ إذ من الثابت أيضًا أن هذه العائلة قد اكتسبت هذا الاسم من أكياس النقود الثلاثة التي كانت تعتلي باب الفندق الذي كانت تملكه قبل أن يصبح مقرًا دائمًا لقنصلية البندقية ، وكلمة ( Bourse ) باللغة الجرمانية [٤] : تعني كيس النقود ، وهي بالألمانية وبالفرنسية ( Bourse ) ، وبالإنجليزية ( Purse ) ، وباللاتينية ( Bursa ) [٥] ، وبالإيطالية ( Borsa ) .

**وجه الشبه والاختلاف بين البورصات والأسواق :**

البورصة وليدة السوق ووجه الشبه بينهما عظيم ؛ فكل منهما محل للبيع والشراء والأخذ والعطاء ، إلا أن البورصة تتميز عن السوق بكونها سوقًا منظمة تحكمها لوائح

---

(١) مدينة أنفرس باللغة الفلندرية ( Antwerp ) والإنجليزية ( Antorp ) ، وهي ولاية في بلجيكا لغة العامة فيها فلمنكية ، ومعظم صادرات بلجيكا تمرّ بها .

(٢) انظر : الملاحق ، ملحق رقم ( ١ ) : الوثائق التاريخية للبورصة التي وافاني بها السفير البلجيكي ، وكذا المراسلات المتبادلة مع سيادته .

(٣) جورج لوفران ، مرجع سابق .

(٤) اللغة الجرمانية هي : لغة بلاد الفلاندر وهي تتصل اتصالاً وثيقًا بالهولاندية .

(٥) ( أ ) الموسوعة الألمانية : Meyers Kleines lexikan Frster Brand 1931 ( دار الكتب ) .

( ب ) الموسوعة الفرنسية : Clopedique quiliet pasis Raoul - Dictionaire Ency Mortier ( دار الكتب ) .

( ج ) دار الكتب ( ١٩١٥م ) . The New Colombia Encyclopedia .

( د ) Websters , Third New International Dic .

وقوانين وأعراف وتقاليد ، ولذلك تنسحب كلمة السوق على البورصة بينما لا تنسحب كلمة البورصة على السوق ؛ لأن البورصة سليلة السوق ، والفرع ينسب إلى أصله ، والعكس ليس صحيحًا ، ولذلك فلا تثريب على من استخدم أيًا من اللفظين الشائعين « السوق أو البورصة » عند الإشارة إلى هذا الكيان الذي عرف منذ القرون الوسطى بالبورصات ، وصار هذا اللفظ عند الناس مألوفًا ، ولدى الخاصة والعامة في الحياة العملية أكثر شيوعًا ، ومن المعلوم أنه لم يكن فيما مضى حد يفصل بين بورصات التجارة والبورصات المالية ، ولم يحدث هذا التمييز إلا بمرور الزمن واتساع دائرة الأعمال ووضوح التخصص ، ولا يزال قيامهما في مكان واحد في بعض المدن كمدينة الإسكندرية أثرًا من آثار الخلط بينهما في الماضي (١) .

* وتختلف بورصات التجارة عن الأسواق من عدة وجوه :

١ - يحصل التعامل في الأسواق على سلع موجودة بأعيانها بينما تعقد الصفقات في بورصات التجارة على عينات .

٢ - انعقاد الأسواق يكون في مواعيد متباينة وأماكن مختلفة في حين تعقد الصفقات بالبورصات يوميًا وفي أماكن ثابتة .

٣ - قد لا يتم الإعلان عن السعر للجمهور في الأسواق ، بيد أن السعر في البورصة يتم الإعلان عنه رسميًا ويوميًا لما له من أهمية في الحياة الاقتصادية (٢) .

٤ - في الأسواق يستطيع المشتري الحصول على السلعة بنفسه ودفع ثمنها ، في حين أن العمليات في البورصة تتم عن طريق الوسطاء المعتمدين لديها ؛ الأمر الذي يعكس انتفاء الطابع الشخصي في هذه المعاملات ؛ حيث لا يلتقي البائعون بالمشترين ولا يعرف بعضهم بعضًا (٣) .

٥ - يقتضي التعامل في الأسواق تسليم البضاعة في الحال ودفع ثمنها فورًا ، أو بعد

---

(١) جول خلاط ، مرجع سابق ( بشيء من التصرف ) .

(٢) فايق كامل ، طرق التجارة في أعمال البورصات ، سامي وهبة ، البورصات وتجارة القطن .

(٣) Securities Markets are impersonal or open Markets, Buyers and sellers of securities are usually unknown to each other and usually trade through brokers or dealers .

Financial Markets and the economy Charles N . Henning , William Pigott 3rd ed . ( Ain shams university ) .

أجل معين ، بينما لا يتم التسليم في البورصات فور عقد الصفقات إذا كانت البيوع فورية ؛ بل وليس هناك ثمة ما يمكن تسليمه إذا كانت البيوع آجله .

٦ – يحصل التعامل في الأسواق على كل أنواع السلع خلافًا للبورصة ؛ إذ يتعين حتى تكون هذه السلع محلًّا للتعامل توفر بعض الشروط نذكر منها :

أ – أن تكون السلعة من المثليات التي يقوم بعضها مقام بعض عند الوفاء ، أي تكون متجانسة الوحدات معروفة الأوصاف بحيث يسهل فرزها وتحديد نوعها ورتبتها ، وبالتالي بيعها وشراؤها دون حاجة إلى معاينة .

ب – أن تكون السلعة غير قابلة للتلف أو سريعة العطب كالخضر والفاكهة حتى يمكن تخزينها ، ولذلك يلحظ العامة أن هناك سوقًا للخضر والفاكهة ، ولكن ما سمع أحد قط عن وجود بورصة لأي منهما .

ج – تتميز السلع التي يجري عليها عقد الصفقات في البورصات بكونها من السلع التي تستغرق وقتًا في إنتاجها وبضخامة حجم صفقاتها وتكرارها ، ولذلك تتأثر أسعارها بفعل هذه العوامل تأثرًا واضحًا .

**وجه الشبه والاختلاف بين سوق الأوراق المالية وغيرها من الأسواق :**

سوق الأوراق المالية شأنها شأن سائر الأسواق تلتقي فيها قوى العرض والطلب وتتحدد على أساسهما الأثمان ، إلا أنها تختلف عن غيرها من الأسواق من حيث أنه يجري في تلك الأسواق التعامل على الثروة ذاتها ، بينما في أسواق الأوراق المالية يجري التعامل في حقوق على هذه الثروة وهي الأسهم التي في حوزة المتعاملين ؛ ولأن حقوق أصحاب المشروع تتمثل في أصول يتعذر تصفيتها لحساب أحد المستثمرين ، ظهرت الحاجة إلى هذه الأسواق ؛ حيث تباع الحقوق وتشترى دون مساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع .

وإذا كنا قد عرضنا لوجه الشبه والاختلاف بين الأسواق والبورصات ، وأبرزنا كذلك وجه الاختلاف بين سوق الأوراق المالية وغيرها من الأسواق ، فقد يكون من المناسب استكمال هذه العلاقات بعلاقة أخرى لا تقل عن سابقتيها أهمية ، وهي :

**العلاقة بين البورصات السلعية وبورصات الأوراق المالية :**

يمكن تصوير العلاقة بين البورصات السلعية وبورصات الأوراق المالية على أنها ذات العلاقة بين الأصول العينية التي يجري التعامل عليها في البورصات السلعية ، والأصول المالية متمثلة في أسهم هذه الشركات والتي يجري التعامل عليها في أسواق الأوراق المالية .

وتفصيل ذلك أن الشركات التجارية والصناعية التي تقوم بتوفير احتياجاتها أو تصريف منتجاتها من خلال بورصات التجارة عن طريق عقد الصفقات وتنفيذ عقود البيع والشراء ، يتم في ذات الوقت التعامل على أسهمها في بورصات الأوراق المالية ؛ لذلك فإن تقلبات الأسعار صعودًا وهبوطًا في البورصات التجارية تنعكس في الحال على أسعار التداول لأسهم هذه الشركات في بورصات الأوراق المالية ؛ ولذلك فالعلاقة بينهما هي علاقة متغير تابع - وهي أسواق الأوراق المالية - بمتغير مستقل - وهي البورصات السلعية - والأمر على النحو المتقدم يكشف عن طبيعة العلاقة بين البورصتين وحساسية حركة التعامل واتجاهات الأسعار في بورصات الأوراق المالية لاتجاهات الأسعار في البورصات السلعية .

**اَلْمَطْلَبُ اَلثَّانِي : وظائف سوق الأوراق المالية والتقسيم الوظيفي والتنظيمي لها :**

ما قامت البورصة إلا حينما اقتضت الضرورة قيامها ، ولتقوم بوظائف معينة ما كان من المتصور القيام بها في غيابها ، ولذلك فإن قيامها كان لازمة من لوازم النماء الاقتصادي وإحداث التنمية [1] .

وبورصة الأوراق المالية بمثابة العمود الفقري لسوق رأس المال ، وهي في أدائها أشبه ما تكون بالجهاز العصبي الذي تنعكس من خلاله كافة المؤثرات السياسية والقرارات الإدارية والسياسات الاقتصادية ، ويمكن تقسيم وظائف البورصة إلى قسمين رئيسين : وظائف رئيسية ووظائف مكملة .

أ - **الوظائف الرئيسية للبورصة :** هي تلك الوظائف التي إذا عجزت البورصة عن أدائها فقدت أهم مقوماتها وأسباب وجودها ، والتي يمكن إجمالها في الآتي :

---

( ١ ) Organised securities markets and Stock Exchanges are a product of economic development Encyclopadia .
Britanica vol 16 op. cit. p. 449.

١ - لما كانت حقوق أصحاب المشروع تتمثل في أصول يتعذر تصفيتها لحساب أحد المستثمرين - إذا ما رغب في الانسحاب من الشركة التي يمتلك جزءًا من أسهمها - ظهرت الحاجة إلى هذه الأسواق لتؤدي أهم الوظائف التي دعت إلى وجودها وهي بيع الحقوق ، وشراؤها دون مساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أراضٍ ومبانٍ وآلاتٍ ومعداتٍ ، إلخ ...

٢ - خلق سوق مستمرة لأدوات الاستثمار المتاحة بحيث يكون بوسع المستثمر في أي وقت تسييل أصوله المالية أو جزء منها بسرعة وسهولة وبأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة ، وتتحقق السوق هنا من خلال وجود عدد كبير من البائعين والمشترين الراغبين في استثمار أموالهم أو تصفية استثماراتهم ، سواء كان الدافع إلى تصفية استثماراتهم هو الحاجة إلى السيولة المطلقة ( Absolute Liquidity ) المتمثلة في النقدية ، أو الانتقال من قطاع استثماري إلى آخر تتعاظم فيه معدلات الربحية ، أو لإيثار المستثمر الخروج من سوق رأس المال كمستثمر ليلج سوق النقد كمدخر إذا ما ارتفعت أسعار الفائدة في السوق الأخيرة .

ومن المعروف أن رؤوس الأموال تنجذب دائمًا نحو الاستثمارات ذات العوائد المرتفعة وتحجب نفسها عن الاستثمارات ذات العوائد المنخفضة [1] .

---

(١) أضاف بعض الكتاب ومنهم ( حسن لبيب - عيسى عبده - سامي وهبة ) في كتاب البورصات شرطًا ثانيًا لضمان استمرارية السوق ، والذي بدونه تفقد البورصة من وجهة نظرهم أحد مقوماتها وهو أن تسمح قواعد البورصة بالبيع على المكشوف ، أي السماح للبائع أن يبيع ما لا يملكه من أوراق اعتمادًا على أنه سوف يكون باستطاعته الحصول على ما كان محلًا للتعاقد فيما بعد بفضل السوق المستمرة ليسلمها للمشتري ، وإذا كان اعتبار هذا الشرط أمرًا مستغربًا ، ولكن الأكثر غرابة حقًا أن ينقل جمهرة من الكتاب هذا الرأي عن هذا المرجع دون تمحيص لما ينطوي عليه من إفساد البيوع وكأنه أحد المسلمات التي يتعين التسليم بها ، ومن المراجع التي تناولت هذا الرأي - وإن شئت فقل هذا الشرط - مذكرة معهد التخطيط القومي رقم ( ١٣٣١ ) لسنة ( ١٩٨٢م ) تحت عنوان : تطور سوق الأوراق المالية في مصر ، إعداد المستشار محمود فهمي رئيس هيئة سوق المال في مصر سابقًا ، وكذلك الموسوعة العلمية والعملية لاتحاد البنوك الإسلامية الجزء الخامس ( ص ٣٩٣ ) .
ولعلنا لا نحتاج إلى جهد كبير لإثبات عدم سداد هذا الرأي ، وإن شئت فقل عدم قبول هذا الشرط ، فقد تكفل المؤلف الذي نقلوا عنه بهدم الرأي الذي تناوله من قبل وأظهر عيوبه ومثالبه ، وذلك من خلال تصديه لمسألة المضاربة بقوله : « أن من يبيع على المكشوف لتوقعه هبوط الأسعار يعد مقامرًا لا مضاربًا » ولم يقع بخلد أحد من قبل ولا خطر على باله أن المقامرة شرط لاستمرار السوق ، ويستأنف ذات المرجع الحديث عن مثالب البيع على المكشوف بقوله : أن ثمة وسائل ممقوتة وغير مشروعة للتأثير على الأسعار ، ومنها محاولة =

٣ – تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات وعروض البيع وطلبات الشراء في سوق للمزايدة ( Auction Market ) يتزاحم فيه المتنافسون من البائعين والمشترين وتتحدد الأثمان من خلال تفاعل قُوى العرض والطلب ، وإن كانت هذه الأسعار لا تمثل بالضرورة الثمن العادل ( Fair Price ) لأسباب عديدة منها ما يتعلق بكفاءة السوق ( Market Effciency ) وعمقها واتساعها ( Depth and Breadth ) ومنها ما يتعلق بعمليات المضاربة ( المتاجرة ) والتي يشتد سعارها في بعض الأسواق ، فيطلق عليها المتخصصون : حمى المضاربة ( Heated Speculation أو Wild Cat Speculation ) ( Over Over ) .

٤ – توفر البورصة مؤشرًا يوميًا عن ظروف الاستثمار واتجاهات الأسعار، ويرى بعض علماء التمويل والاستثمار وخبراء البورصات أن حجم العمليات والمستوى النسبي للأسعار يعتبر مؤشرًا لقوة الاقتصاد الوطني وضعفه أو لقطاع من قطاعاته [١] .

٥ – مع أن تداول الأسهم بالبورصة لا يعني استثمارًا جديدًا إلا أنه ينعكس وبصورة واضحة على الإصدارات الجديدة .

---

= احتكار السلعة للتحكم في البائعين على المكشوف ، ومقصود الكاتب هنا هو بيان المخاطر الجسيمة التي يتعرض لها البائع على المكشوف فيما اصطلح المتخصصون على تسميته ( The Corner ) .
والكورنر : هو الإحراج الناتج عن الاحتكار ، ويخلص في اتفاق مجموعة من السماسرة على اتخاذ هذه البيوع وسيلة لشراء كل ما يعرض في السوق من هذه الأسهم ، ومتى حل ميعاد الاستحقاق يصر المشترون على تسلم الكميات التي تعاقدوا عليها ويعجز البائعون على المكشوف من تسليمها لندرة هذه الورقة فيضطرون إلى طلبها من المشترين أنفسهم وبالسعر الذي يفرضونه ( علي شلبي ، البورصات ، مرجع سابق ) وتسمى هذه الحالة ( Cornerning the shorts ) أي خنق المكشوف ، ومن أشهر هذه العمليات ما شهدته مصر في موسم ( ١٩٤٩ – ١٩٥٠م ) إذ ارتفع سعر القطن متوسط التيلة إلى ما يقرب من ضعف ثمن القطن طويل التيلة إثر قيام بيتين كبيرين من بيوت التصدير بشراء كميات كبيرة من القطن متوسط التيلة في بورصتي العقود والبضاعة الحاضرة ، وبذا تمكنًا من التحكم في السوق إذا كانت كميات القطن متوسط التيلة محدودة للغاية في ذلك الوقت ، وقد تأثر المضاربون على المكشوف – وهم البائعون لأقطان لا يقابلها أقطان حاضرة – بارتفاع الأسعار مما اضطرهم إلى تصفية مراكزهم أو تغطية عملياتهم في سوق ضيقة ، وتحملوا نتيجة لذلك خسائر جسيمة ، وهذه العمليات ممنوعة في أمريكا بموجب القانون الخاص بتجارة السلع وقانون البورصة ، د. مقبل جميعي ، الأسواق والبورصات ، وكذا نبيه غطاس ، معجم مصطلحات الاقتصاد والمال وإدارة الأعمال ، لبنان .

( ١ ) American Peoples Encyclopedia vol. 17 , p /319.

٦ - المساهمة في تنشيط الأعمال ، وذلك بتوفير السيولة اللازمة لتمويل النشاط الجاري للمشروع دون تفريط في الأوراق المالية المملوكة والاكتفاء باستخدامها كضمان مقبول للحصول على القروض اعتمادًا على الأسعار المعلنة من قبل سوق الأوراق المالية ، مع تحوط مؤسسات الإقراض بخصم نسبة من قيمتها السوقية لمواجهة التقلبات في أسعار الأسهم والسندات في بورصات الأوراق المالية ، ويصطلح على قوة الضمان هنا بالتعبير المقابل ( Colateral Value ) .

وهناك وظيفتان أخريان أضافهما الباحثون والمتخصصون في شؤون البورصات ، وهما من وجهة نظرنا ليسا من وظيفة البورصة ولكنهما من مثالب المعاملات التي تتم من خلالها وهما :

**الأولى** : أن البورصة أداة للتأمين التجاري التي يقوم بها المضارب بفضل عملية التحويط ( Hedging ) التي يقوم بها في البورصة ، بغية تأمين مركزه ضد تقلبات الأسعار ؛ فالمضارب في البورصة الذي يشتري سلعة ليبيعها فيما بعد إذا ارتفع سعرها فإنه يحتاط لنفسه فيبيع في نفس الوقت كمية مماثلة لما اشتراه ، فإذا هبط السعر فإنه يشتري ما سبق أن باعه فيعوض بالشراء ما سبق أن خسره [١] .

**الثانية** : ذهب خبراء البورصات الغربية إلى اعتبار المضاربة « بمفهومها الغربي » أحد الوظائف المهمة للبورصة ؛ بمعنى أنها ليست من مثالب وعيوب التطبيق لفئة من محترفي المضاربة والمقامرين ، ولكن باعتبارها وظيفة أساسية من وظائف البورصة [٢] ، وذهب البعض إلى أن المضاربة يمكن أن تكون ظاهرة صحية تفيد الاقتصاد طالما كانت في حدود معقولة ، ويرون أنه في عالم تسوده التوقعات وعدم اليقين يكون من المفيد وجود مجموعة من الأفراد المتخصصين في عمليات التحويط ضد المخاطر وعدم اليقين [٣] .

وذهب جول خلاط إلى القول بأنه إذا بطلت المضاربة بطلت البورصة ، وإلى أن البائع على المكشوف يضغط وقتيًا على السوق إلا أنه عنصر من عناصر الثبات المقبل ،

---

(١) الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية ، مرجع سابق ، ( ٣٩٣/٥ ) .

(٢) The fourth function of the stock change is to provide facilities for legitimate speculation in stocks and bonds" The American Peoples Encyclopedia vol. 17 p. 319.

(٣) Hazem El Beblawi , The Kawaiti stock markets.

ونقل عن برودون ما يثير الدهشة في شأن المضاربة [١] .

**وظائف مكملة تابعة :**

١ - تمثل البورصة سلطة رقابية خارجية وغير رسمية في أداء الشركات ؛ إذ تنعكس كافة القرارات المؤثرة التي تتخذها الشركة على أسعار تداولها فور تطاير أية أنباء عنها إلى البورصة ، فترتفع أسعارها ثوابًا أو تنخفض عقابًا ، فيكون تقلب السعر هنا بمثابة تقويم فوري للأداء ، وغني عن البيان أن القيم السوقية لأسهم شركة ما تمثل قيمة الشركة من وجهة نظر المجتمع .

٢ - توفر هذه السوق مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصًا أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار ، مما يجنب المدخرين مشقة البحث عن وجوه الاستثمار التي تناسب كلًّا منهم وتتلاءم مع ميولهم ومعتقداتهم ، ولا يضطر المدخر لتوظيف أمواله في مجالات لا تحوز قناعته .

٣ - وجهت الاتجاهات التضخمية الأنظار إلى بورصات الأوراق المالية استنادًا إلى أن الاستثمار في أوراق الشركات يقلل من مخاطر التضخم المالي وتآكل القوى الشرائية ، ويعد وسيلة تعويضية عن ارتفاع الأسعار [٢] .

**ب - التقسيم الوظيفي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية** : وقد يكون من المفيد قبل أن نشرع في عرض التقسيم الوظيفي والتنظيمي لسوق الأوراق المالية أن نحدد مسبقًا موقع سوق الأوراق المالية على خريطة السوق المالية بمعناها الواسع ، خاصة وقد شاع الخلط والالتباس في المراجع والأبحاث بين السوق المالية وسوق الأوراق المالية . من المعلوم أن السوق المالية هي مجموعة القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال من الأفراد والهيئات والمؤسسات وكافة قطاعات المجتمع إلى مثيلاتها في شكل تيار نقدي أو مالي مستمر .

(١) جول خلاط - أعمال البورصة في مصر ، ومن أعجب ما نقله وأغرب ما يسمعه المرء ولا يكاد يصدقه ما نقله عن برودون في شأن المضاربة قوله : « المضاربة في الوضع الصحيح هي عبقرية الاستكشاف فهي التي تبتدع وتجدد وتسد الحاجة وتحل المعضل وهي كالروح اللانهائي تخلق كل شيء من لا شيء ، وهي الملكة الاقتصادية الأصيلة ؛ لأنها دائمة اليقظة لا تفني مواردها ، مسيئة الظن في الرخاء عظيمة الجرأة في الشدائد ، ترى الرأي وتتصور الصورة وتضع الحدود وتجادل وتنظم وتأمر وتشرع وليس على العمل ورأس المال والتجارة سوى التنفيذ ، فتلك الرأس وهذه الأعضاء تمشي أميرة وتتبعها إماء » « برودون » .

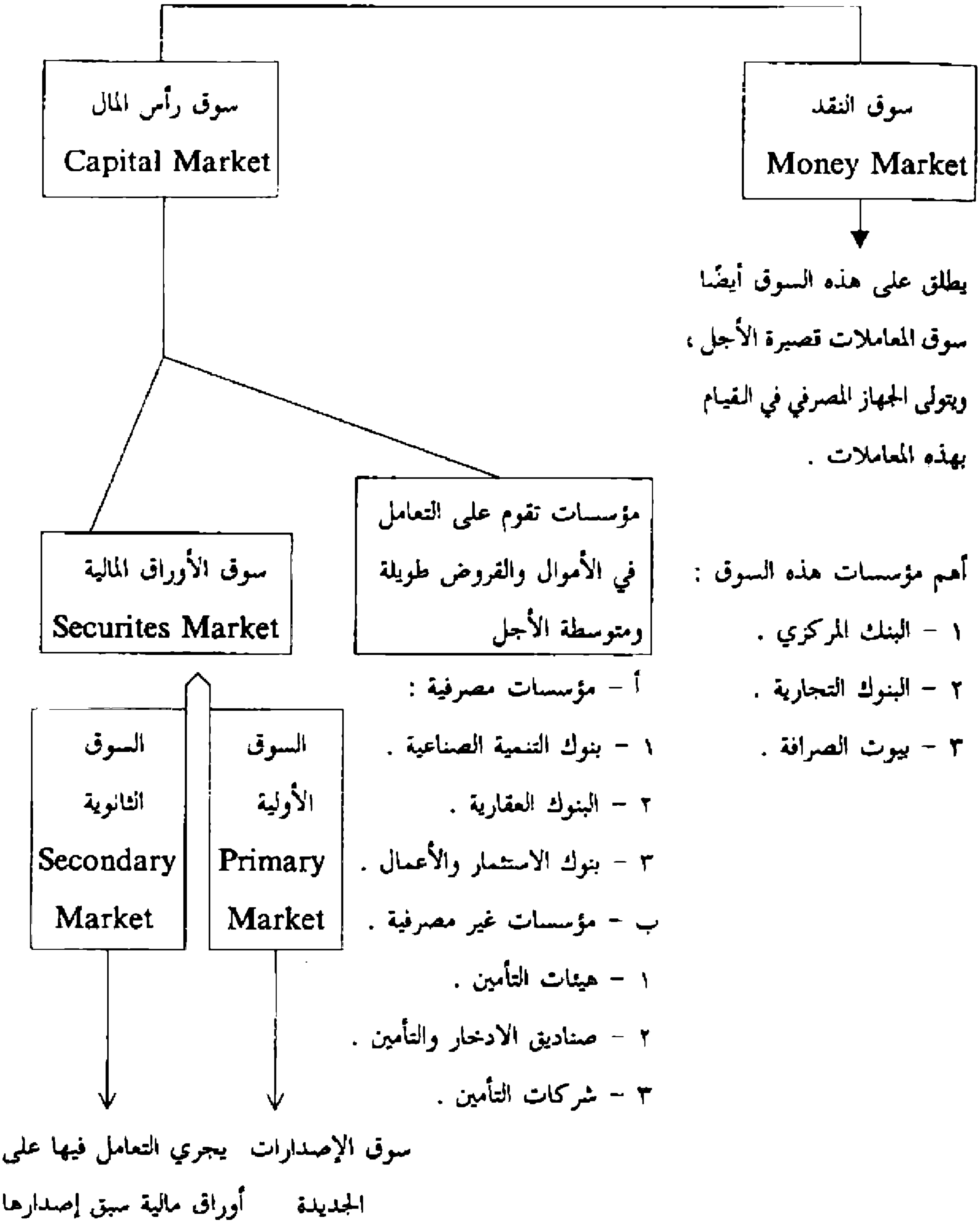
( ٢ ) Inflationary tendencies have directed attention to stock exchanges as a means of offsetting prices Encyclopedia Britanica v. 16 p. 542.

وبالتالي فإذا تحدثنا عن أي من القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال ، فإنما نتناول رافدًا واحدًا من روافد السوق المالية ، وليست الأسواق المالية ذاتها ، والخريطة التالية توضح موقع الأوراق المالية على خريطة السوق المالية :

**السوق المالية**

**وموقع سوق الأوراق المالية منه**

( Financial market )



**أولًا : التقسيم الوظيفي لسوق الأوراق المالية :**

**تنقسم السوق من حيث وظائفها إلى قسمين :**

١ - السوق الأولية ( Primary Market ) .

٢ - السوق الثانوية ( Secondary Market ) .

وكلا السوقين على درجة كبيرة من الأهمية ، ويتوقف كلًّا منهما على الآخر ؛ فالسوق الأولية لن تقوم لها قائمة في غياب السوق الثانوية ، والسوق الثانوية - التي يجري من خلالها تداول الأوراق التي تصدر في السوق الأولية - لن تدعو الحاجة إلى وجودها في غياب السوق الأولية .

**السوق الأولية** : تعرف السوق الأولية بأنها سوق الإصدارات الجديدة :

( The Primary Market is a market for newly issued financial securities ) (١) .

ويستفاد من التعريف المتقدم - وهو أكثر التعاريف شمولًا وأحظاها قبولًا - أن الإصدار الجديد له ثلاثة أحوال :

١ - أن الإصدار الجديد يتعلق بشركات تحت التأسيس ، والتي تقوم بطرح أسهم للاكتتاب العام لأول مرة .

٢ - أن الإصدار الجديد يمثل زيادة في رأس المال لشركات قائمة بالفعل من شركات الاكتتاب العام أو سندات بغرض زيادة مواردها المالية .

٣ - أن الإصدار الجديد يمثل زيادة في رأس المال لشركات قائمة بالفعل من شركات الاكتتاب المغلق .

والمقصود بالاكتتاب المغلق أن شركة المساهمة قد لا تطرح أسهمها للاكتتاب العام ، وإنما يقتصر الاكتتاب فيها على مؤسسي الشركة ؛ ولذلك تسمى شركة ذات اكتتاب مغلق .

وقد تباينت الآراء في مسألة زيادة رأس مال الشركات المقفلة عن طريق الإصدارات الجديدة التي يتم طرحها للاكتتاب العام بين مؤيد ومعارض (٢) .

---

(١) Archer Choate, Financial Management, An Introduction. P. 99. John Wiley sons & Jons New York.

(٢) وقد أجازت التشريعات الأخرى شأنها في ذلك شأن التشريع المصري - إذا ما غضضنا الطرف عن رأي

**الأهمية المالية والاقتصادية للسوق الأولية :**

السوق الأولية ركيزة مهمة من ركائز النشاط الاقتصادي ، ودعامة قوية من دعاماته ، وليس من المتصور - في ظل النظم الاقتصادية المعاصرة غير الشمولية - إحداث التنمية في غيبتها ؛ فهي تمثل وبحق إحدى الآليات المهمة في تجميع المدخرات الوطنية وتوجيهها مباشرة نحو المشروعات الإنتاجية ، وهي تقوم على هذا النحو بعدة وظائف مهمة نجملها فيما يلي :

١ - تجميع المدخرات الوطنية من القطاعات ذات الفائض وتحويلها مباشرة إلى قطاعات الاستثمار ذات العجز في الموارد المالية .

٢ - أنها مصدر أصيل لضمان استمرار التدفقات النقدية ؛ الأمر الذي يشجع الوحدات الإنتاجية على إعادة تقدير احتياجاتها التمويلية لتصحيح الخلل في هياكلها

---

= بعض فقهاء القانون وشراحه - زيادة رأس مال شركات المساهمة ذات الاكتتاب المغلق .

"Investment banker distributions may also involve securites previously issued and outstanding but not publicly distributed " . ( Archer choate op. cil 122 ).

وقد تصدى أحد فقهاء القانون لهذه المسألة بقوله : « وكثيرا ما يثور التساؤل حول مكنة هذه الشركات الالتجاء إلى الاكتتاب العام لزيادة رأس مالها ، خصوصًا أنه لا توجد نصوص تشريعية ( في القانون المصري ) تحرم ذلك ، كما أن هذه الزيادة تجيء في الغالب في وقت تكون الشركة قد استقرت ومارست نشاطها ؛ بحيث يمكن القول بالسماح لها بزيادة رأس مالها عن طريق التوجه إلى الجمهور بشرط اتباع الأحكام المقررة للاكتتاب العام ،وأضاف قائلًا : « غير أننا لا نعتقد بجواز التجاء هذه الشركات إلى الاكتتاب العام كوسيلة لزيادة رأس مالها ؛ لأن القول بغير ذلك يؤدي بالضرورة إلى التحايل أو الالتفاف حول ضرورة اعتماد الوزير المختص لطلب الترخيص بإنشاء هذه الشركات ، الأمر الذي يعطل الرقابة الوقائية للسلطات الحكومية ( د. أبو زيد رضوان - مرجع سابق ، ص ٨٦ ، ٨٧ ) .

ونحن لا نتفق مع ما انتهى إليه هذا الرأي وحجتنا في ذلك أنه سيكون بوسع أي من المؤسسين أن يتنازل فيما بعد عن كل أو جزء من الأسهم التي يمتلكها من خلال السوق الثانوية « سوق التداول » وهو ما يعني أن رأس مال الأسهم التي يمتلكها لن تكون وقفًا على المؤسسين وإنما ستنتقل الملكية من خلال التداول إلى سائر المستثمرين المحتملين ، شأنها في ذلك شأن شركات الاكتتاب العام .

وفضلًا عما تقدم فإن التضييق على هذه الشركات إذا ما رغبت في زيادة رؤوس أموالها قد يؤدي إلى إحداث خلل في هياكلها التمويلية وتعجيزها عن التوسع والتحديث أو المساهمة في عمليات الإحلال والتجديد ، وهو ما يعني وضع العراقيل أمام هذه الشركات مما قد يؤدي إلى تعثرها وتعطيل مسيرتها ، وكأنها مساهمة تشريعية تستهدف تعويق التنمية الاقتصادية ، وهو أبعد ما يكون عن قصد الشارع وشراح القانون في آنٍ واحد .

التمويلية وتمكين هذه الشركات من إجراء عمليات الإحلال والتجديد أو التوسع والتحديث ، دون ما حاجة تضطرها إلى الالتجاء إلى الاقتراض الذي غالبًا ما يؤدي إلى إرهاقها واستنزاف أموالها والتهام عوائد إنتاجها وتراكم الديون وأعبائها .

٣ - أنها تؤدي وظيفة مهمة تتضاءل بجانبها كافة مزايا المصادر التمويلية الأخرى ، وهي توجيه المدخرات الوطنية والتدفقات النقدية في مسارها الصحيح .

٤ - أنها تولِّد عند المواطن العادي الشعور بالانتماء بمشاركته الفعلية في تمويل التنمية الاقتصادية .

لذلك فلا غرو أن تتجه التشريعات الحديثة ومنها التشريع المصري إلى تحفيز الأفراد على التعامل في هذه السوق من خلال الإعفاءات الضريبية التي يتمتع بها حائزو الأوراق المالية المشتراة من السوق الأولية .

## كيفية تنفيذ البيع في الأسواق الأولية :

يتم التعامل في السوق بأحد أسلوبين :

١ - التعامل المباشر .　　　　٢ - التعامل غير المباشر .

**١ - التعامل المباشر ( Direct transaction ) :**

وهذا النوع من التعامل يتم من خلال الاتصال بالمشترين مباشرة ، وفي الحياة العملية تلجأ بعض الجهات المصدرة للسندات إلى هذا الأسلوب إذا لم يكن حجم الإصدار بالضخامة التي تقتضي الاستعانة ببيوت الخبرة والوساطة المالية المتخصصة في عمليات تغطية الاكتتاب وتسويق الأسهم والسندات ، وتقوم الجهات المصدرة في هذه الحالة بجهد تسويقي يعتمد على العلاقات الشخصية في ظاهره وإن كان يصطبغ بالصبغة الرسمية من ناحية أخرى للتأثير على الجهات التي يتم الاتصال بها كالبنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق الادخار والمعاشات ، وقد تغطي مشتريات هذه الجهات أو بعضها الإصدار بكامله وقد تخفق أيضًا [١] .

---

(١) وليس بمستغرب في الدول النامية أن تقوم بعض الجهات الحكومية - في غيبة من بيوت الخبرة المتخصصة - بإصدار سندات حكومية يتم طرحها للاكتتاب العام على غير تحرز أو تخوف من عواقب الأمور ، حتى إذا ما أخفقت في تغطية إصدارها راحت كل جهة تلقي باللوم على الجهة الأخرى ، وغالبًا ما ينتهي الأمر إلى فك

**٢ - التعامل غير المباشر ( indirect transaction ) :**

يعتمد هذا الأسلوب على استخدم الوسطاء الذين يقومون بدورهم بتولي مسؤولية الإصدار وتغطية الاكتتاب وتحمل مخاطر تقلب الأسعار ، ويطلق على الوسطاء الذين يقومون بأداء هذه الوظيفة ( underwriters ) ، وقد يكون من المفيد أن ننبه هنا أنه ليس من المتصور أن تنصرف كل الجهود التسويقية إلى ضمان تغطية الاكتتاب ، ذلك أن الوسطاء - وهم بنوك وشركات الاستثمار - قد يرفضون شراء إصدار ما بأي ثمن يعرض عليهم ؛ لما ينطوي عليه الأمر من مخاطر جسيمة ، وكم من بنوك وشركات متخصصة في شؤون الاستثمار قد أخفقت وتوارت عن الأنظار بسبب سوء تقديرها وفداحة حجم خسائرها ؛ لذلك لا تقتصر وظيفة بنوك وشركات الاستثمار على ضمان تغطية الاكتتاب ، وإنما تقوم أيضًا بتسويق الأوراق المالية وإعداد الدراسات الاستقصائية والتحليلية والتي تسبق دائمًا أي جهد تسويقي ، فضلًا عن إسداء النصح وتقديم المشورة لمن يطلبها من العملاء .

وتفصيلًا لما تقدم فإن الشركة التي تقرر طرح أسهمها للاكتتاب العام سوف تستفيد غالبًا من خدمة أحد بنوك الاستثمار ، وسوف تقوم بالتفاوض مع أحد هذه البنوك وتطلب إليه ضمان تغطية الاكتتاب ، ويتم الاتفاق بينهما على السعر وشروط الإصدار .

وسيقوم البنك بشراء الأوراق المصدرة من الشركة على أمل إعادة بيعها بسعر أعلى إلى الجمهور ، ويتحمل حينئذ مخاطر السوق ، فإذا ما كان حجم الإصدار كبيرًا ، فإن بنك الاستثمار ( the orginirator ) قد يدعو بعض بيوت الاستثمار الأخرى لتكوين رابطة لتغطية الإصدار ( Underwriting syndicate ) بهدف اقتسام المخاطرة .

وقد يقوم البنك بتغطية الإصدار بمفرده إذا بدا له أن ظروف السوق مواتية وملائمة ؛ أملًا في تحقيق أرباح مجزية تتناسب مع حجم المخاطر التي يتحملها ، وقد يقوم بدعوة بعض بيوت الوساطة للمعاونة فقط في عملية البيع ( Selling Group ) ، وقد يقوم بدور الوكيل ( Agent ) ويتقاضى عمولة ( Commission ) على الكمية المباعة ، وقد يقوم بدور المستشار المالي ( Financial counsel ) ويتلقى الأتعاب مقابل إسداء النصح والمشورة .

---

=الاشتباك وإلقاء التبعة على وسائل الإعلام التي أخفقت في استقطاب المدخرين وعجزت حملتها الإعلانية عن إخراج المدخرات من جحورها .

**المشروعات الصغيرة ومشاكل الإصدار :**

معظم المشروعات الصغيرة تجد صعوبات كثيرة وتتحمل تكاليف باهظة عند إصدار أسهمها وطرحها على الجمهور للاكتتاب العام ، فإذا لجأت إلى أحد بنوك الاستثمار فلن يقدم لها ضمانًا ولكنه غالبًا ما يعد أن يبذل أقصى ما في الوسع لبيع الأوراق المصدرة .

إلا أن المبيعات الناتجة عن هذا الجهد ليست ثمرة أو نتاج نفس الحماس والإلحاح لمن يقوم بتغطية الاكتتاب ، لذلك فإن سياسة أفضل مجهود ( Best effort ) ينبغي أن تتبناها الشركة المصدرة نفسها .

وفي الولايات المتحدة الأمريكية ، قدمت إدارة المشروعات الصغيرة ( Small Business Administration ) – وهي وكالة فيدرالية أمريكية – كافة التسهيلات لقيام شركة استثمارات للمشروعات الصغيرة ( Small Business Investment ) لتوفير رأس مال الأسهم ( Equity Capital ) لهذه الشركات ، ويتم تمويل هذه الشركة عن طريق الوكالة الفيدرالية سالفة الذكر فضلًا عن مصادرها الداخلية .

إن زيادة رأس مال الشركات الصغيرة يعد مشكلة من وجوه عديدة ، أهمها :

الافتقار إلى سوق للأوراق المالية على درجة عالية من الكفاءة ؛ بحيث يتمكن المستثمر من تسييل أمواله في الوقت المناسب وبالسعر المناسب ، ويرى بعض الكتاب أن هذه المشكلة من الممكن التغلب عليها بعرض الاشتراك في إدارة المنشأة على المساهمين الجدد ، على الرغم من امتعاض المساهمين القدامى من هذا الأسلوب [١] .

**نشرة الاكتتاب [٢] ( Prospectus ) :**

من البداهة أن يكون التخاطب مع الجمهور – من قبل الجهات المصدرة للأسهم والسندات – بوسيلة مكتوبة ومقبولة تحمل إليهم نبأ تكوين الشركات أو الرغبة في زيادة رؤوس الأموال ، ويفصح هذا الإعلان عن كافة البيانات والمعلومات اللازمة للتعريف

( ١ ) The problem might be overcome in some cases by offering participation in the management of the firm to new shareholders. Yet the original are usually Loath to introduce a new manging owners . Archer Choate op. cit p, 157.

( ٢ ) لمزيد من الإيضاح وقع اختيارنا على نشرة اكتتاب خاصة بإحدى شركات الاستثمار المتخصصة في عمليات تغطية وتسويق الاكتتاب والترويج للمشروعات ( انظر الملاحق ) ملحق ( ٢ ) .

بتلك المنشآت ، والتي يعتبر إغفال بعضها سببًا وجيهًا لإعراض الجمهور عنها ، ولهذا تشترط معظم التشريعات أن يكون التوجه إلى الجمهور عن طريق إعلان يوضح فيه البيانات الواردة في عقد إنشاء الشركة ونظامها الأساسي وأسماء مؤسسيها ، وكذا بيانات أخرى تختلف في درجة أهميتها وتفاصيلها من تشريع لآخر ، وهذا الإعلان هو ما يعرف بنشرة الاكتتاب .

وفي مصر أشار القانون رقم ( ١٥٩ ) لسنة ( ١٩٨١م ) إلى نشرة الاكتتاب بما قررته المادة ( ٢/٣٦ ) من هذا القانون :

« بأن تكون دعوة الجمهور إلى الاكتتاب العام في الأسهم بنشرة تشتمل على البيانات بالطريقة التي تحددها اللائحة التنفيذية » .

كذلك يوجب التشريع الأردني على أية شركة سواء كانت حديثة التأسيس أو مؤسسة قائمة بالفعل تطرح أسهمًا أو سندات قرض للاكتتاب العام أن تقوم بإعداد نشرة إصدار وفق النموذج المقرر من قبل سوق عمان المالي ، ويحتوي هذا النموذج على كافة الإيضاحات التي تمكن المستثمر من اتخاذ قرار معلل للإقدام على الاستثمار أو الإحجام عنه .

ونورد فيما يلي أهم البيانات التي تحتويها نشرة الاكتتاب في عدد من الدول لأهميتها ، أربع منها لدول عربية هي مصر والأردن وتونس والمغرب ، ودولتان غربيتان هما الولايات المتحدة الأمريكية والسويد .

**بيانات نشرة الاكتتاب في الأسهم التي نص عليها القانون المصري :**

اسم الشركة – الشكل القانوني – تاريخ العقد الابتدائي – أسماء المؤسسين وحرفهم وجنسياتهم ومحال إقامتهم – غرض الشركة – مركزها – مدتها – رأس مال المصدر عند التأسيس – رأس المال المرخص به – القيمة الاسمية للسهم – عدد الأسهم – تاريخ بدء الاكتتاب – التاريخ المحدد لإغلاق الاكتتاب – البنك ( أو الشركة ) الذي سيتم الاكتتاب بواسطته – مصاريف الإصدار – أسماء أعضاء مجلس الإدارة وصفاتهم وعناوينهم – أسماء مراقبي الحسابات وعناوينهم ومؤهلاتهم – بيان تقريبي مفصل بعناصر مصروفات التأسيس – تاريخ بداية السنة المالية وانتهائها – بيان عن طريقة توزيع الربح الصافي للشركة – طريقة تخصيص الأسهم والسندات إذا بلغت طلبات الاكتتاب

أكثر من المعروض للاكتتاب [١] .

**نشرة الاكتتاب في السندات :**

ومن بين البيانات الوفيرة التي أوجبتها ذات اللائحة التنفيذية لقانون الشركات في مصر فيما يتعلق بالسندات :

إقرار من مجلس الإدارة بأن السندات المصدرة لا تتجاوز قيمة أصول الشركة - أن رأس المال مصدر بالكامل - مقدار القرض - عدد السندات - القيمة الاسمية لكل سند - سعر الفائدة - مدة القرض - طريقة سداد القرض - ضمان القرض - ملخص عن المركز المالي للشركة - تقرير المراقبين عن السنتين الأخيرتين السابقتين على زيادة رأس المال - مقدار الاحتياطيات في كل من السنوات الخمس السابقة - الأرباح أو الخسائر المحققة خلال السنوات الخمس السابقة - توقيع مراقب الحسابات على النشرة [٢] .

**بيانات نشرة الاكتتاب المنصوص عليها قانونًا في المملكة الأردنية الهاشمية :**

اسم الشركة وتسجيلها وغايتها - وصف الأسهم المطروحة - الغاية من الإصدار - وصف لنشاط الشركة وأعمالها - بيان عن إدارة الشركة - توزيع ملكية الأسهم - إجراءات الاكتتاب - التغيرات التي طرأت على حركة الأسهم بالنسبة للشركات القائمة - القوائم - الميزانية العمومية والحسابات الختامية للسنوات السابقة ولأقرب فترة لسنة الطرح - ملخص لدراسة الجدوى الاقتصادية في حال كون الشركة حديثة التأسيس .

كما يوجب القانون نشر أية معلومات مهمة تؤثر على أسعار الأوراق المالية للشركة المصدرة ، والتي طرأت خلال الفترة الممتدة ما بين تاريخ الموافقة على نشرة الإصدار وحتى نهاية اليوم الأخير المحدد لانتهاء فترة الاكتتاب العام [٣] .

---

(١) اللائحة التنفيذية للقانون رقم ( ١٥٩ ) لسنة ( ١٩٨١م ) قانون شركات المساهمة .

(٢) لزيادة الإيضاح وقع اختيارنا على نشرة إصدار سندات خاصة بجمهورية مصر العربية ، وتم إضافتها لـ الملحق رقم ( ٣ ) ؛ .

(٣) صندوق النقد العربي ، أسواق رأس المال في الدولة العربية ، ( ص ١٧٥ ) .

**بيانات نشرة الاكتتاب في تونس :**

اسم الشركة – مركزها – موضوعها – مدة الشركة – رأس مال الشركة – قيمة كل صنف من أصناف الأسهم – مقدار رأس المال غير المدفوع – آخر موازنة مشهود بمطابقتها للأصل .

ويضيف القانون أن النشرة يجب أن تتضمن ذكر المزايا المشترطة لفائدة المؤسسين أو أعضاء مجلس الإدارة والمكافآت ، كما تبين النشرة إجراءات دعوة الجمعية العمومية للانعقاد ، ومكان اجتماعها ، وتقدم ملخصًا للبيانات التي تم نشرها بالرائد الرسمي « الجريدة الرسمية للجمهورية التونسية » مع ذكر عدد ذلك الرائد (١) .

**نشرة الاكتتاب والتشريع المغربي :**

انشغل المشرع المغربي منذ سنين طويلة بالمعلومات التي يجب أن تنشر من طرف شركات رؤوس الأموال ، وذلك لما تكتسبه من أهمية بالغة بالنسبة للمساهمين والعموم ، وفي هذا النطاق وبظهور ( تشريع ) ( ١١ ) غشت سنة ( ١٩٩٢م ) فرض على كل شركات المساهمة المغربية أن تقوم بنشر ورقة معلومات بالجريدة الرسمية ، وذلك عند كل مناسبة إصدار أسهم أو سندات طبقًا لشروط قانونية محددة ، وأبرز هذه البيانات : النوع القانوني للشركة – تاريخ التأسيس – نوع النشاط – السنة المالية – حق الأسهم الجديدة – تاريخ الاستفادة من الربح – مدة الاكتتاب – تعيين مكان الاكتتاب – عنوان الموثق – موازنة السنة الأخيرة (٢) .

والهدف من نشر هذه المعلومات في جريدة رسمية هو إعلان المكتتبين بصفة شاملة عن كل مميزات الشركة ، من حيث الجانب الأساسي والقانوني والحسابي حتى يتسنى للعموم الاطلاع على وضعية الشركة وممارسة حق الاكتتاب بطريقة واقعية (٣) .

---

(١) الاتحاد العربي للبورصات ، ندوة أهمية المعلومات والإفصاح عنها في البورصات العربية ، نوفمبر ( ١٩٨٧م ) ، القاهرة .

(٢) الاتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية ، مرجع سابق ، البحث المقدم .. السيد بلمليح عبد الإله نائب مدير بورصة القيم بالدار البيضاء ، عن طرق وأساليب نشر المعلومات والإفصاح عنها في بورصة القيم بالدار البيضاء .

(٣) المرجع السابق .

ومن الملاحظ أن هذه البيانات جاءت خلوًا من ذكر رأس مال الشركة ، وعدد الأسهم أو السندات – القيمة الاسمية للسهم أو السند – وسعر الفائدة بالنسبة للسندات ، وأسماء المؤسسين والتعريف بهم ، وهذه البيانات جميعها على درجة بالغة من الأهمية وإغفالها يقلل من قيمة البيانات المنشورة .

**الولايات المتحدة الأمريكية :**

في جميع الولايات الأمريكية باستثناء ولاية ( Delware ) الأمريكية روعي في جميع التشريعات حماية المستثمرين من عروض الاحتيال والغش ( Fraudlent Offerings ) فصدر لديهم ما يسمى بقوانين السماء الزرقاء ، واصطلح البعض على تسميتها بقوانين تنظيم أسهم المجازفة ، وبمقتضى هذه القوانين فإن من حق لجنة التداول والأوراق المالية The Securities & Exchange Commission (Sec) – وهي الوكالة المنظمة على المستوى الفيدرالي – إيقاف بيع الإصدارات الجديدة أو تأخيرها .

ويقضي قانون الأوراق المالية لسنة ( ١٩٣٣م ) بالإفصاح الكامل ( Full Disclosure ) عن المعلومات للمستثمرين في أوراق مالية جديدة هذا فيما يتعلق بالشركات تحت التأسيس ، وأما بالنسبة للشركات القائمة فعلًا ، فقد نظم قانون الأوراق المالية لسنة ( ١٩٣٤م ) عمليات بيع أوراقها المصدرة [١] .

ويرجع الأصل في تسمية هذه القوانين بقوانين السماء الزرقاء إلى الاعتقاد الشائع بأن مروجي المشاريع الاستثمارية يؤملون المستثمرين من زبائنهم بالحصول على « السماء الزرقاء » إذا اشتروا أسهمهم ، وذلك كناية عن تحقيق أرباح خيالية لا حدود لها [٢] .

**السويد :**

تنفيذًا لقانون التعامل في الأوراق المالية والبورصات الصادرة في ( ٤٤/٢/١٧ ) يتعين أن تتضمن نشرة الاكتتاب البيانات التالية :

**أولًا : بالنسبة للشركات تحت التأسيس :**

١ – بيانات عن الأساس القانوني والغرض من استخدام حصيلة الإصدار .

---

( ١ ) Archer Choate Op. Cit. P. 124.

( ٢ ) معجم مصطلحات الاقتصاد والمال وإدارة الأعمال لنبيه غطاس ، بيروت .

٢ - قيمة الإصدار .

٣ - خصائص الورقة المصدرة من حيث نوع الورقة ، القيمة الاسمية ، الفئات ، الكوبونات ، بيانات عن الورقة من حيث صدورها في شهادات اسمية أو لحامله ، وفي حالة إصدار سندات يتعين ذكر سعر الفائدة وشروط الاستهلاك قبل ميعاد الاستحقاق ، ومواعيد الاستحقاق ، والقيمة الاسمية ، وبيان ما إذا كانت الأسهم مدفوعة بالكامل أم جزئيًا ، وكذلك اسم الوكيل الذي سيقوم بالدفع وذكر أنواع الضمان في حالة إصدارات القرض .

وفيما يتعلق بإصدارات الولايات والبلديات فإن النشرات يتعين أن تتضمن البيانات المناسبة التي تتعلق بالحالة المالية وإيرادات ومصروفات الجهة المختصة .

Appropriate data concerninig Financial status, revenues and expenditures by the Public body concerned (1) .

**ثانيًا : بالنسبة لشركات المساهمة المسجلة والقائمة بالفعل :**

١ - اسم الشركة ، المقر الدائم ، والغرض .

٢ - تاريخ القيد في السجل التجاري .

٣ - مدة الشركة وبيان أي امتياز على وجه التفصيل من حيث المدة والشروط .

٤ - مقدار رأس المال ومكوناته وكذا الاحتياطيات وأية حقوق تفضيلية كحصص التأسيس .

٥ - بيان حقوق التصويت .

٦ - أعضاء مجلس الإدارة والمراجعين وأسمائهم وقت النشر .

٧ - التوزيعات العادية ( Normal Dividends ) خلال السنوات الخمس السابقة أو منذ تكوين الشركة .

٨ - مقدار السندات المصدرة من قبل الشركة وضماناتها والفائدة وإمكانية استهلاك السندات والقيمة الاستهلاكية وتواريخ الاستحقاق وأية رهونات للديون .

---

( ١ ) Chamber of The Basle Stock Exchange Regulations governing The admission of securities for listing The Basle Stock Exchange.

٩ - السنة المالية للشركة والقواعد التي تحكم إعداد القوائم المالية وتكوين الاحتياطيات والاستهلاك والتصرف في الأرباح .

١٠ - نسخة من القوائم المالية وكذا الأرباح عن سنة مالية سابقة .

١١ - بيان عن تطور الأعمال الجارية للشركة [١] .

ومن البيانات المتقدمة حرص المشرع على توفير كافة المعلومات والتي تمثل في مجموعها سياجًا قويًا لحماية المستثمر .

**٢ - السوق الثانوية « سوق التداول » ( Secondary Market ) :**

يقصد بالسوق الثانوية تلك السوق التي يجري التعامل فيها على الأوراق المالية التي سبق إصدارها .

**اهمية السوق الثانوية :**

لما كانت حقوق أصحاب المشروع في شركات المساهمة تتمثل في أصول يتعذر تصفيتها لحساب أحد المستثمرين ، ظهرت الحاجة إلى هذه الأسواق ؛ حيث تباع فيها الحقوق وتشترى دون مساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع .

وللوقوف على أهمية الدور الذي تؤديه هذه السوق فلنتصور غياب هذه الأسواق عن ساحة الواقع الاقتصادي المعاصر ، والذي أضحت شركات المساهمة أبرز علاماته .

فلو افترضنا أن أحد مساهمي إحدى الشركات يمتلك مائة سهم ويرغب في تسييل هذه الأوراق لسبب أو لآخر ، فليس أمام هذا المستثمر سوى أن يشرع في إجراء سلسلة من الاتصالات بدءًا بالمعارف والأقارب والأصدقاء وانتهاءً بطرق أبواب المصارف وبيوت رجال الأعمال ، علّه يجد بين هؤلاء جميعًا من يقبل شراءها .

ولو افترضنا جدلًا أن أثمرت جهود هذا المستثمر واتصالاته ، أو ساقت إليه الأقدار - على غير ترتيب مسبق - من يقبل شراء هذه الأوراق فور عرضها عليه ، فلن تنتهي مشكلة المستثمر عند هذا الحد ؛ بل ستنهض أمامه مشكلة أخرى ؛ إذ عليه أن يقدر السعر الذي يطلبه وأدنى سعر يمكن أن يقبله .

ويستفاد مما تقدم أن هذا المستثمر قد يحتفظ بما لديه من صكوك الأسهم فترة طويلة

( ١ ) Chamber Of The Basle Stock Exchange.

دون أن يصادفه من يقبل شراءها ، وبالتالي تقل حتى تكاد تنعدم فرص تسييلها وإذا وجد من يقبل شراءها فإن الأمر سيخضع للمساومة واستغلال الفرص السانحة وخاصة من قِبَل أولئك الذين تتوفر لديهم المعلومات المتفوقة وقوة المساومة ( Super Power Knowledge and bargainning ) وليس هناك موضع لشك أن عجز المساهمين عن تسييل ( Liquidating ) ما في حوزتهم من أصول مالية ؛ بمعنى تضاؤل فرص تحويلها بسرعة وسهولة إلى نقدية مؤداه استحالة قيام شركات مساهمة جديدة ، فمن غير المتصور أن يقبل المستثمرون على شراء أسهم يتعذر إعادة بيعها ، كما يؤدي ذات الوضع إلى وأد أية محاولة من قِبَل الشركات لزيادة رؤوس أموالها بهدف زيادة الإنتاج أو تنويعه أو تحسينه وتطويره ، وفضلًا عما تقدم فإن الأوراق المالية التي تتضاءل فرص بيعها تنخفض قيمتها وترتفع درجة مخاطرتها (١) .

وإذا كنا قد تناولنا على أساس افتراضي مثالب غياب هذه الأسواق عن حياتنا المعاصرة ؛ فعلى النقيض من ذلك تبدو أهمية وجود هذه الأسواق ، والتي يمكن الوقوف عليها من خلال هذه الأسواق .

**وظيفة السوق الثانوية :**

أ - تسييل الأصول المالية المتمثلة في الأسهم والسندات بسرعة وسهولة ، حيث يصبح بوسع المستثمر الاستعانة بخدمات بيوت الوساطة في الحصول على قيمة هذه الأوراق دون حاجة لتكبد مشقة البحث عن مشتر فيما لو اعتمد البائع على جهوده الذاتية من خلال التعامل المباشر ، وليس معنى ذلك أن البائع سيحصل دائمًا على الثمن الذي يأمله أو حتى ذلك الذي يتوقعه ، وإنما سيتمكن من بيع الأوراق التي في حيازته بالسعر الناتج عن تفاعل قوى العرض والطلب .

ب - إن الأصول المالية المتمثلة في الأسهم والسندات تكتسب مزيدًا من السيولة من خلال تقويم السوق المستمر لها ، حيث يصبح بوسع المستثمر الحصول على قروض بضمانها وبنسبة معينة من القيم السوقية المعلنة ، وهي تتباين باختلاف درجة المخاطرة سواء كانت مالية أو اقتصادية ، وقد اصطلح علماء التمويل والاستثمار على تسمية

---

( ١ ) The more marketable a security is, The higher the price purchasers are willing to pay. Financial Management, Op. Cit, p 10.

الأوراق المالية التي تستخدم كضمان للحصول على قروض شأنها شأن باقي الأصول بأنها ( Collateral assets ) .

ج – إن تسهيل تسييل الأوراق المالية في أسواق التداول يؤدي إلى زيادة قيمة الأوراق المالية المقدمة كضمان للحصول على القروض (١) .

د – نظرًا لقيام السوق بتلك الخدمات فإن المستثمرين يصبحون أكثر استعدادًا لشراء الأسهم والسندات واثقين من إمكانية تصفيتها بسرعة وبسهولة وبأدنى تكلفة ممكنة وأفضل سعر ممكن ، ومؤدى ذلك أن السوق الثانوية تؤدي خدمة عظيمة القدر للسوق الأولية ؛ حيث يصبح بمقدور أي من الشركات التي ترغب في زيادة رؤوس أموالها أن تطرح إصداراتها للاكتتاب العام .

هـ – بفضل الرقابة المستمرة من جانب السوق على الشركات من خلال عمليات تقويم الأداء ؛ بل وتقويم الشركات باعتبار أن القيم السوقية لأسهم إحدى الشركات في تاريخ معين تمثل قيمة الشركات من وجهة نظر المجتمع ، وكذا تسجيل وتسهيل نشر الأسعار بمعرفة السوق فإن تلك الأسواق تؤدي إحدى أهم الخدمات في تمويل التنمية الاقتصادية بتوجيه التدفقات النقدية في مسارها ، هذا فضلًا عن الوظائف الأخرى التي تعرضنا لها في المبحث الأول عن وظائف بورصة الأوراق المالية .

وإذا كنا عرضنا لأهم الوظائف التي تقوم بها السوق الثانوية فلا يفوتنا أن ننوه إلى بعض الأخطاء الشائعة التي تتعلق بوظائف السوق الثانوية .

يذكر بعض الكتاب « أن البورصة هي الجهاز الذي يحدد ثمن الأوراق المالية التي يتم تداولها فيها » (٢) .

وحقيقة الأمر أن البورصة ذاتها لا تبيع ولا تشتري ولا تمتلك ولا تشارك في تحديد الأسعار بالنسبة للأسهم أو السندات ، ووظيفة البورصة هنا لا تتجاوز توفير المكان الملائم لالتقاء البائعين بالمشترين من خلال الوسطاء والأعضاء المقيدين ( Listed ) والإعلان عن

---

(١) Since Security Markets enhance the liquidity of securities, They necessarily augment their collateral values. Robert H. Wessel, Principles Of Financial Analysis P. 210.

(٢) مذكرة معهد التخطيط القومي رقم ( ١٣٣١ ) ، جمهورية مصر العربية ، أكتوبر سنة ( ١٩٨٣م ) إعداد المستشار محمود فهمي رئيس الهيئة العامة لسوق المال ( سابقًا ) .

الأسعار الناتجة عن تفاعل قوى العرض والطلب في سوق للمزايدة .

وتعضيدًا لما سقناه وتفنيدًا لما أورده غيرنا وتثبيتًا للحقيقة العلمية ؛ فقد يكون من المناسب أن نعرض في صلب هذا البحث لما ذكره علماء التمويل والاستثمار :

( The stock exchange it self neither buys nor sells securities nor does it participate in the determination of stock or bond prices . It Merely Provides the place where buyers and sellers from all over the country and perhaps the world are brought together to effect exchanges, where the forces of supply and demand determine p rices in a free auction market ) (١) .

ويقول آخر :

( The exchange itself neither buys, owns, nor sets the Prices of securities. All these are activites of members of the exchange initiated by investors who can express their investment needs quickly and economically through the members ) (٢) .

**ثانيا : التقسيم التنظيمي :**

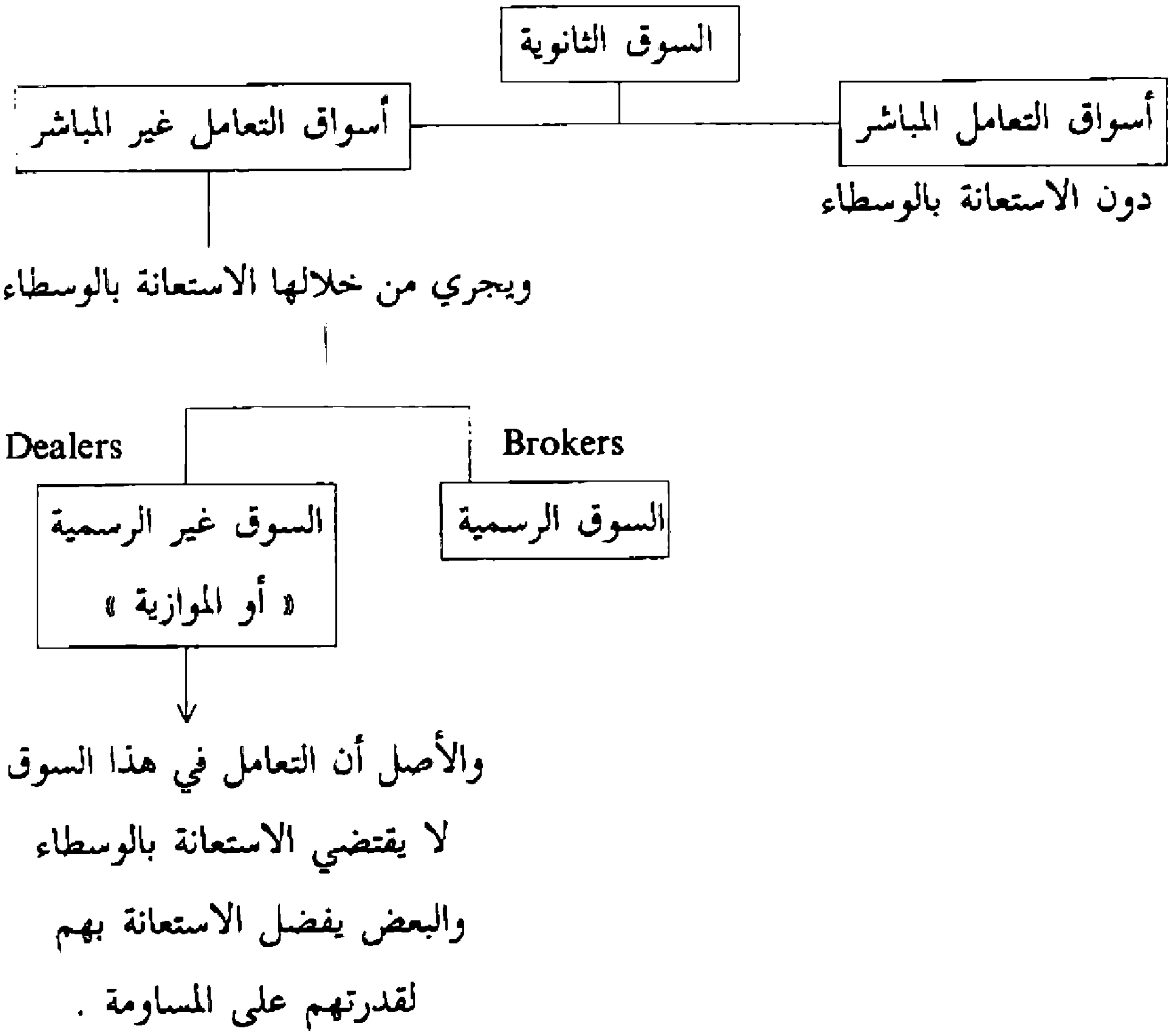
ليست سوق التداول هي السوق الرسمية - أي « البورصة » - فقط كما قد يتصور البعض ، ولكنها تشمل كافة الأسواق التي يجري التعامل من خلالها على الأوراق المالية السابق إصدارها ، سواء كانت هذه الأوراق مقيدة في السوق الرسمية أو غير مقيدة ويجري التعامل عليها في السوق الرسمية ، وسواء تم التعامل عليها بطريقة مباشرة أي دون استعانة بالوسطاء أو بطريقة غير مباشرة .

ولمزيد من التوضيح يمكننا تحديد هيكل السوق الثانوية ( Market Structure ) من خلال تصوير الخريطة التنظيمية التالية لها :

---

( ١ ) - Robert H. Wessel Op. cit P. 227.

( ٢ ) Fredrick Amling, Investment, Fourth Edition An Introdution Analysis and Management P. 234.




ومن الممكن التمييز بين أسواق الأوراق المالية وفقًا للأسلوب الذي يقع عليه اختيار المستثمرين لعقد الصفقات على الأوراق المالية المعروضة للبيع أو المطلوبة للشراء .

فقد يعتمد المستثمرون على جهودهم الذاتية في البحث عمن يبيع لهم أو يشتري منهم أوراقًا مالية ، وذلك ما يعرف بالتعامل المباشر ( Direct transaction ) ، وتسمى السوق في هذه الحالة ( Direct search market ) ، وقد يلجأ المستثمر إلى أحد بيوت الوساطة ( Brokerage house ) التي تشتغل ببيع وشراء الأوراق المالية ، بما يغنيه عن تكبد مشقة البحث عمن يشتري منه أو يبيع إليه ، ويتمكن بالتالي - خاصة إذا ما كانت السوق تتمتع بدرجة عالية من الكفاءة - من الحصول على أفضل الأسعار من خلال سوق للمزايدة ، ولذلك تعرف هذه الأسواق بأنها ( Auction Markets ) .

وقد يجد المستثمر من مصلحته اللجوء لأحد المشتغلين بالمتاجرة في الأوراق المالية ، وهم الذين اصطلح على تسميتهم في الدول الرأسمالية بلفظ ( Dealers ) وهو الأمر

الذي يمكن المستثمر من تسييل أصوله بسرعة وبسهولة [١] .

**أولًا : أسواق التعامل المباشر ( Direct search markets ) :**

على الرغم من إمكانية قيام الأفراد بالتعامل مع بعضهم البعض تعاملًا مباشرًا في شراء وبيع الأوراق المالية دون الاستعانة بالوسطاء المتخصصين ، إلا أن بعض التشريعات ومنها التشريع المصري لا يجيز التعامل في الأوراق المالية تعاملًا مباشرًا [٢] .

ويرى علماء الاستثمار أن أبعد الأسواق عن تحقيق أمثل الأسعار هي تلك الأسواق التي يتعين فيها على كل من البائع والمشتري أن يبحث كل منهما عن الآخر .

وقد سبقت منا الإشارة عند الحديث عن أهمية السوق الثانوية إلى أن المستثمر الذي يلجأ إلى أسلوب التعامل المباشر ( Direct transaction ) قد يحتفظ بما لديه من صكوك الأسهم أو السندات فترة طويلة دون أن يصادفه من يقبل شراءها إن كان راغبًا في البيع ، وأنه لو تصادف ووجد من يقبل شراءها فسوف تثور أمامه مشكلة السعر الذي ينبغي أن يقبله أو يطلبه ، وغالبًا ما يتم التعامل على الأسهم العادية للشركات الصغيرة وخاصة بنوك القرى تعاملًا مباشرًا في الدول الرأسمالية .

( The common stocks of small companies , especially small rural banks trade in fragmented direct search market ) [٣] .

---

(١) يجري التعامل أيضًا في السوق الأولية من خلال أسواق التعامل المباشر وغير المباشر ، إلا أن التعامل غير المباشر يقتصر هنا على السوق غير الرسمية ، أما السوق الرسمية فتقتصر على عمليات التداول فقط .

(٢) أضاف المشرع المصري بموجب القانون رقم ( ١٣١ ) لسنة ( ١٩٨١م ) مادة جديدة برقم ( ٢٠ ) مكرر إلى القانون رقم ( ١٦١ ) لسنة ( ١٩٥٧م ) ونصها : « لا يجوز التعامل في الأوراق المالية سواء كانت مقيدة بجدول الأسعار الرسمي أو غير مقيدة بالجدول إلا بواسطة أحد السماسرة المقيدين ببورصات الأوراق المالية ، ويكون السمسار الذي تتم الصفقة بواسطته ضامنًا لسلامة البيع ، ويقع باطلًا بحكم القانون كل تعامل على خلاف ذلك » .

إلا أن المشرع أدخل تعديلًا جديدًا على النص المتقدم من خلال قانون سوق رأس المال رقم ( ٩٥ ) لسنة ( ٩٢ ) ليوائم التصورات المستقبلية لهيكل سوق الأوراق المالية في مصر ، فنصت المادة ( ١٨ ) منه على أن يكون التعامل في الأوراق المالية المقيدة في البورصة بواسطة إحدى الشركات المرخص لها وإلا وقع التعامل باطلًا ، وهو ما يعني بمفهوم المخالفة إطلاق حرية التعاقد أو التنازل أو التصرف في الأوراق المالية غير المقيدة دون وساطة الشركات المرخص لها .

(٣) Kennth Garabade - Securities Markets, Mc Graw - Hill Book Co. p. 423.

ويعتبر هذا النوع من التعامل أقل شيوعًا من غيره ، وما قامت الأسواق الأخرى إلا لتذليل الصعوبات وإزالة العقبات التي يقابلها المتعاملون في أسواق التعامل المباشر ، ولعله من نافلة القول أن نضيف هنا أن المكان الذي يتم فيه التعامل يعد سوقًا ولو كان مقهى أو مطعمًا أو ناديًا فحيثما التقى البائع والمشتري وتعاقدا فهو سوق ( Marketplace ) . هذا ، ويعتمد المتعاملون في هذه الأسواق على المشافهة أو ما يطلق عليه الغربيون ( A word of mouth ) .

ونظرًا لعدم وجود أية وسيلة اقتصادية لإذاعة أسعار المعاملات التي تتم في هذه الأسواق ، فإن المعاملات تتم فيها بأسعار مختلفة وأبعد ما تكون عن أفضل سعر ممكن .

ومع ذلك فإن هذا النوع من التعامل بدأ ينتعش ويعث ولكن بشكل جديد فيما اصطلح عليه السوق الرابعة ( Fourth Market ) ، والتي سيكون لنا وقفة عندها في الموضع المناسب .

**ثانيًا : أسواق التعامل غير المباشر ( indirect transaction ) :**

**١ - السوق المنظمة أو الرسمية ( Organized market ) :**

ثمة إجماع من قبل المشتغلين في أسواق الأوراق المالية وعلماء الاستثمار أن أسواق الأوراق المالية المنظمة يجري التعامل فيها بأسلوب أو طريقة المزاد العلني ( Auctioning ) بمعنى أن هذه الأسواق أسواق مزايدة ؛ حيث يعرض في هذه السوق كافة أوامر البيع والشراء على كافة المشتركين في آنٍ واحد ، وتسود السوق حرية المنافسة وصولًا لأفضل الأسعار المقبولة من جميع الأطراف ( Favourable prices ) والتي يتم بها تنفيذ العمليات ، وفي الأسواق النشيطة ( Active markets ) يتعذر التأثير على الأسعار من جانب فريق المتعاملين نظرًا لتباين المصالح ، فمن كان بالأمس - من ذوي السطوة والقوة - بائعًا قد يكون في اليوم التالي مشتريًا والعكس أيضًا صحيح ، ويظل المزاد في هذه الأسواق مستمرًا طوال جلسات التعامل ( Trading sessions ) .

وقد نصت لوائح بعض البورصات صراحة - ومنها بورصة الكويت - على أن البيوع التي تجري داخلها هي بيوع مزايدة ، أي تتم بالمزاد العلني ؛ فتنص المادة الثانية من لائحة بورصة الكويت [١] : « بأن يتم تداول الأوراق المالية داخل قاعة السوق ( Floor of

(١) المراسيم واللوائح الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية ، القرار رقم ( ١ ) لسنة ( ١٩٨٤م ) في شأن قواعد ونظم تداول الأسهم بالسوق .

trading ) عن طريق المزايدة المكتوبة ، وذلك بعرض جميع أوامر البيع والشراء على اللوحة المعدة لهذا الغرض طبقًا للقواعد والإجراءات المنصوص عليها في هذه اللائحة » .

كما تضمنت القواعد التنفيذية لتنظيم تداول الأسهم في المملكة العربية السعودية [١] ، في مقدمتها ما يلي :

يقصد بمكان السوق « ردهة البورصة » ( floor of the exchange ) التي يتم عليها تداول الأوراق المالية علنًا عن طريق وسطاء مرخص لهم يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في البيع والشراء بطريقة « المزاد العلني » دون أن يكون هناك تمارس فيزيائي بينهم وبين العملاء ، وأن طريقة المزاد العلني في التداول تمكن من الوصول إلى أحسن الأسعار بالنسبة للبائع ، ( Highest Bid ) وللمشتري ( Lowest offer ) .

وكما في أي سوق للمزايدة فإن الأوراق المالية تباع إلى الوسطاء الذين يعرضون أعلى سعر للشراء ، وتشتري من الوسطاء الذين يقبلون أدنى سعر بيع .

( As in any auction market securities are sold to the highest price and bought from the broker bidding the broker offering the lowest price ) .

ولأن السوق مستمرة فإن البائعين والمشترين ينافس بعضهم بعضًا ، والتنافس هنا هو التزاحم من قبل المتعاملين لإتمام الصفقات بما يرونه في مصلحتهم .

إلا أن تكييف السوق على الوجه المتقدم أنه سوق للمزايدة لا يصادف في رأينا الصواب كله ، وذلك أن المزاد كما عرفه فقهاء القانون وشراحه هو التنافس بين عدة أشخاص بحيث تعطى الصفقة لمن يقدم أعلى ثمن [٢] ، وشتان بين التعامل في أسواق الأوراق المالية وبين التعامل في صالات المزادات ؛ ففي الأولى يتنافس عدد كبير من المشترين وعدد كبير من البائعين ، ولا تتم الصفقات إلا عند أعلى سعر يعرضه المشترون وأدنى سعر يطلبه أو يقبله البائعون ( The highest bids and the lowest offers ) .

ومن هنا يحصل التنافس بين المشترين بعضهم البعض والبائعين بعضهم البعض ، يتنافس المشترون بأن يزيد بعضهم على بعض في الأسعار التي يعرضونها ويتنافس البائعون

---

(١) المؤسسة العربية لضمان الاستثمار أسواق الأوراق المالية العربية تنظيمها – أدواتها وأوضاع التعامل فيها ، ( ص ١٨٤ ) .

(٢) د. علي جمال الدين ، الوجيز في القانون التجاري ، القاهرة ( ١٩٨٢م ) ، ( ص ٤٣ ) .

مع بعضهم البعض من خلال الأسعار الأقل التي يطلبونها ، بينما في صالات المزاد فإن المتنافسين هم المشترون ، وأما البائعون فلا وجه لجمعهم حيث إن البيع يتم لحساب جهة واحدة ، ونظننا في غنى عن أن نضيف أن الوحدات المباعة في صالات المزادات ليست غالبًا متماثلة ، ولو تعدد البائعون ما كان هناك وجه للمنافسة لعدم تماثل الوحدات محل البيع .

لذلك فنحن لا نتفق في الرأي مع ما ورد في إحدى الموسوعات الشهيرة ذائعة الصيت التي جعلت من أسواق الأوراق المالية أسواقًا عرجاء تمشي على ساق واحدة حينما تقرر أن الأسعار التي تتحدد في أسواق الأوراق المالية كأسواق للمزاد تتم وفقًا لأسعار الشراء التنافسية ، ونورد أصل النص على سبيل التحقيق :

( Most stock exchanges are auction markets in which prices are determined by competitive bidding ) (١) .

ولذلك لم يكن مستغربًا أن يحاول أحد الكتاب الغربيين أن يكون أكثر دقة من خلال تناوله لمفهوم هذه المعاملات على أنها مزاد ذو شقين ( A two - way auction ) بما يعني أن الأوراق التي يتم بيعها إنما يتنازل عنها البائع الذي يقبل أدنى الأسعار التي يطلبها البائعون ، ويحصل عليها المتنازل إليه « المشتري » الذي يعرض أعلى الأسعار مقارنة بغيره من المشترين .

( This process is essentially an auction. In this case a two - way auction, by this we mean that the securities which are sold come from the seller who was willing to accept the lowest price and go to the highest bidder ) (٢) .

وعلى الرغم من التحرز الظاهر في هذا الرأي بعدم تجاهله للطرف المقابل في تنافسه مع سائر البائعين ، إلا أنه أيضًا لم يخل مما يشوبه عندما اعتبر المنافسة من الجانبين من قبيل المزايدة بين الطرفين ( A two - way auction ) ونحن نقطع بأن ذلك غير صحيح ، وغاية ما يمكن القول به هنا إن اللفظ خالف القصد فجاء مشوبًا بالقصور عن أداء المعنى المقصود ، فإذا كان الاصطلاح يشير إلى أنه مزايدة من جانبين فالحق أنه مزايدة من جانب ومماكسة « أي انتقاص » من جانب آخر (٣) ، وإن شئت فقل أنها أسواق تقوم على سيادة المنافسة .

(١) الموسوعة البريطانية ، مرجع سابق ، ( ٤٥٣/١٦ ) .

(٢) Robert H. Wessel, Principles of Financial Analysis P. 234.

(٣) جاء في لسان العرب لابن منظور أن المماكسة في البيع تعني انتقاص الثمن واستحطاطه ، والمكس هو النقص ، وانتقاص الثمن في البياعة ، ويقال تماكس البيّعان أي البائع والمشتري إذا تشاحا ، وهذا بخلاف =

**السوق غير الرسمي** [1] ( The over - the - counter ) :

إن أول ما يستوقف الباحث ويثير لديه التساؤل عند تناوله بالبحث لموضوع السوق غير الرسمية هو اسمها الذي شاع استعماله من جانب الممارسين والأكاديميين وكافة المشتغلين في السوق المالية بمعناها الواسع ، وهذا المصطلح هو ( The over the - counter market ) والذي قلّما استخدم اللفظ المقابل له باللغة العربية ، شأنه في ذلك شأن الألفاظ الدارجة في حياتنا ، كثيرة التداول على الألسنة ، مثل التليفون والتليكس والبورصة والبنك وغيرها من الألفاظ التي لا تنتمي إلى اللغة العربية .

---

= المكس وهو الضريبة التي يأخذها المكاس ممن يدخل البلد من التجار ، وفي المعجم الوسيط لمجمع اللغة العربية ماكسة في البيع مماكسة : أي طلب منه أن ينقص الثمن .

( ١ ) ( The over - the - counter market obtained its name from the manner in which security trading was practiced in colonial days, when most security dealers actually had counters in their places of business. When purchases or sales were made it was customary for the securities literally to be passed back and forth over these counters, Although this practice has been abandoned, the name is still applied to those security markets. Robert H. Wessel, Principles of Financial Analysis P. 223 ) .

وكذلك :

( The first securities issued by the federal government and private commercial enter prices were bought and sold in the offices of banging houses. These houses actually had counters over which investor bought and sold by negotiation and over which they paid for and accepted delivery in the security in which they were dealing. Such purchases and sales were known as over - the - counter transaction to distingwish them from those executed on the organized exchanges.

( Charles Amos Dice & Eiteman, The Stock Market 52, P. 105 ).

وأيضًا :

( Before the establishment of organized exchanges, securities were purchased and sold over the counter of various bank offices . As organized exchanges came into existence, trading in unlisted stocks continued to be called over - the - Counter trading even though that term was now a misnomer. The Encyclopedia Americana. Vol. 17. P. 727.

وأيضًا :

In the early days of securities trading, stocks and bonds were often bought at private banking houses in the same way that commodities might be purchased over the counter of a general store. This was the origin of the term over - the counter. ( The New Encyclopedia Britannica Vol. 16. P. 451 ) .

وقد تصدت بعض الموسوعات الغربية وكذا بعض الكتاب القلائل لهذه المسألة ، ولم يختلف بعضهم عن بعض أن هذه السوق قد اكتسبت اسمها من الطريقة التي كانت تمارس بها عمليات المتاجرة في الأوراق المالية في مكاتب بيوت الصيارفة في العصور الاستعمارية ؛ حيث كان للمشتغلين بالمتاجرة في هذه الأوراق محال ( Stores ) على أبوابها مناضد أو طاولات ( Counters ) يطلق عليها وحتى عصرنا الحالي لفظ « بنك » ؛ حيث كان يجري تداول الأوراق المالية أخذًا وعطاءً واستلامًا وتسلمًا وقبضًا ودفعًا للأثمان من فوق هذه « البنوك » شأنها في ذلك شأن سائر المحال التجارية ؛ حيث تباع وتشترى هذه السلع من فوق هذه « البنوك » .

وعلى الرغم من أن هذه الممارسات لم يعد لها ثمة وجود بهذا الأسلوب ، وصار اسمها فاقدًا للمعنى والمضمون وإن شئت فقل : « اسم على غير مسمى » إلا أن هذه السوق قد احتفظت باسمها التاريخي من قبيل التمييز بينها كسوق موازية أو غير رسمية ( Over - the - counter ) وبين البورصة كسوق رسمية ( Organized and formal market ) .

**تعريف السوق غير الرسمية :**

تعرف السوق غير الرسمية أو كما يطلق عليها البعض الموازية أو غير المنظمة بأنها سوق للمفاوضة ( Negotiation Market ) غير رسمية ( Informal ) وغير مركزية ، يجري التعامل فيها بصفة أساسية على الأوراق المالية غير المقيدة في جداول أسعار الأسواق الرسمية .

وهي سوق للمفاوضة ؛ لأن الأسعار فيها تخضع للتفاوض مع المشتغلين بالمتاجرة في هذه الأسواق من المحترفين وهم طائفة الديلرز ( Dealers ) [1] ، وهي أيضًا غير مركزية ؛ لأن عمليات البيع والشراء لا تتم في مكان واحد معد خصيصًا لهذا الغرض كما هو الحال في بورصات الأوراق المالية .

ووجود هذه الأسواق في بعض البلاد ليس دليلًا على تقدمها في هذا الميدان ، كما أن عدم وجودها ليس دليلًا على تأخرها ، ودليلنا على ذلك أن المملكة المتحدة التي

---

(١) سنتناول وظيفة الديلر ( Dealer ) بشيء من التفصيل في الموضع المخصص لها ، ولكننا نسجل بداية أننا سنضطر لاستخدام هذا المصطلح في أغلب الأحوال دون ترجمة أو تعريب لعدم إفساد المعنى ورغبة في التيسير وبحيث يكتب بالعربية كما ينطق بالإنجليزية .

تمتلك أكبر بورصة في العالم [١] – هي بورصة لندن – لا توجد بها سوقًا غير رسمية ، بينما توجد هذه الأسواق في بعض البلاد الآخذة في النمو مثل الكويت وتونس ، ويطلق عليها في هذه الأخرى السوق غير القارة [٢] ، وأعظم هذه الأسواق شأنًا في زماننا المعاصر والتي ينقل عنها الدارسون والممارسون ، ويرجع إليها – دون غيرها – الباحثون هي السوق غير الرسمية في الولايات المتحدة الأمريكية والتي تستأثر بنحو ( ٩٥٪ ) من جملة العمليات التي تتم في أسواق التداول [٣] .

وقد يكون من المفيد الإشارة هنا إلى أنه ليس في قوانين الولايات المتحدة الأمريكية – وغيرها أيضًا في البلدان – ما يلزم شركات المساهمة بقيد أوراقها في جداول أسعار الأسواق الرسمية ، وقد اتجه المشرع المصري مؤخرًا إلى محاكاة هذه الدول بإلغائه للنصوص المقيدة السابقة على إصدار قانون سوق رأس المال رقم ( ٩٥ ) لسنة ( ٩٢ ) ، والتي كانت تلزم الشركات بقيد أسهمها في جدول الأسعار ببورصة الأوراق المالية [٤] .

ورغم وجاهة هذا التوجه ، إلا أنه قد فات المشرع المصري أن يرخص في إنشاء سوق غير رسمية ، باعتبارها البديل الأوحد لعملية القيد في السوق الرسمية ، وبذلك يكون المشرع قد أعطى للشركات خيار القيد شكلًا وسلبه جوهرًا وموضوعًا [٥] .

ويجري التعامل في الأسواق غير الرسمية في الولايات المتحدة الأمريكية على أسهم

---

( ١ ) The London Stock Exchange, The largest in the world in terms of the number and Variety of domestic and international securities traded. In the United kingdom there is no over - the counter market as such, "The New Encyclopedia Britannica Vol. 16. P. 450, 451"

(٢) تنقسم السوق في تونس إلى سوقين : السوق القارة والسوق غير القارة ، والسوق غير القارة هي التي يقع فيها تداول كل القيم التي لم يقع قبولها بعد في السوق القارة ( الاتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية ، ندوة الاستثمار ومعوقاته في بورصات الأوراق المالية العربية ، الدار البيضاء ، ديسمبر ١٩٨٦م ) .

(٣) Strange as it may seem, 95 per cent of all securities trading take place in the over - the - counter to - day. Charles Amos Dice & Eitemen, Stock Market 1952. P. 105.

(٤) تقضي المادة ( ٥٥ ) من القانون رقم ( ١٦١ ) لسنة ( ١٩٥٧م ) باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية بوجوب تقديم طلب قيد الأوراق المالية التي تصدرها أية شركة مساهمة إلى جميع بورصات الأوراق المالية في مصر لتقيد في جدول الأسعار بها ، وألزمت نفس المادة لجان البورصات بأن تقيد من تلقاء نفسها في جدول الأسعار جميع الأوراق المشار إليها في الفقرة إذا لم تقدم الشركات صاحبة الشأن طلب القيد في الميعاد المقرر .

(٥) انظر مقالنا بجريدة العالم اليوم بتاريخ ( ١٩٩٣/٩/٨م ) تحت عنوان خبير مصري يقترح إنشاء سوق أوراق مالية غير رسمية .

آلاف من الشركات الصناعية الصغيرة نسبيًا ، وعلى الرغم من ذلك فإنها تعد السوق الرئيسية ( Major Market ) للتعامل في أسهم معظم البنوك القائدة ( Leading Banks ) وشركات التأمين وشهادات صناديق الادخار وسندات البلدية ، وعدد كبير من أسهم الشركات الوطنية والأجنبية الصناعية والخدمية .

وتشير إحدى الدراسات في الولايات المتحدة الأمريكية ( Warton Study ) إلى أن ( ٩٠ ) ألف ورقة مالية تقريبًا خاصة بأوراق الشركات والسندات الحكومية يجري التعامل عليها في هذه الأسواق ، ومن الثابت أيضًا أن السوق غير الرسمية يجري التعامل فيها بنسبة ( ١٠٠٪ ) على السندات الحكومية وسندات البلدية [(١)] .

وفيما يتعلق بأسباب التعامل على صكوك الأسهم في هذه الأسواق فإن ذلك يرجع في أغلب الأحوال إلى صغر حجم الشركات المصدرة لهذه الأسهم أو لعدم ذيوع صيت هذه الشركات وقلة شهرتها ، أو لأن الأسهم خاصة بشركات مغلقة تمتلكها إحدى العائلات ، أو لأن الشركة لا ترغب في قيد أسهمها في إحدى البورصات ، أو لأن هذه الشركات ليست مستوفاة لشروط القيد في البورصات .

ويقوم الديلر - الذي يتخذ من المتاجرة في الأوراق المالية حرفة معتادة له - بدور الأصيل ( Principal ) في هذه السوق ، بمعنى أنه يتعامل لحسابه الخاص وليس وكيلًا بالعمولة كما هو الحال بالنسبة للوسيط ( Broker ) .

**وظائف السوق غير الرسمية :**

مما لا ريب فيه أن الأسواق غير الرسمية تؤدي خدمة عظيمة القدر لجمهور المستثمرين من ناحية توفير الجهد الذي يبذلونه والوقت الذي ينفقونه ، وإن شئت فقل يضيعونه في البحث عمن يشتري منهم أو يبيع إليهم فيما لو اعتمدوا على التعامل المباشر في بيع وشراء الأوراق المالية ، ويمكن إبراز أهم الوظائف التي تقوم بها السوق غير الرسمية فيما يلي :

١ - بيع الأوراق المالية الخاصة بالإصدارات الجديدة ، فمن المتعارف عليه في البلاد الأجنبية أن بنوك الاستثمار تعتمد على بيوت الديلرز ( Dealers Firms ) في بيع الأوراق المالية المصدرة ، ومن الأمثلة الشهيرة على ذلك أن شركة موتور فورد الأمريكية

---

( ١ ) The Fredrik Amling, Investments, op. cit. P, 252.

استعانت بحوالي ألف ديلر عند طرح أسهمها للاكتتاب العام لأول مرة عام (١٩٥٦م)[(١)].

ولئن كانت هذه الوظيفة من وظائف السوق الأولية إلا أننا لم نجد محيصًا من ذكرها في هذا الوضع الذي نتحدث فيه عن وظائف السوق غير الرسمية لإبراز أهميتها.

٢ - تقوم السوق غير الرسمية بتسييل الأصول المالية التي يقتضي الأمر بيعها بكميات كبيرة ( Large Blocks ) وبسرعة فائقة، ومثل هذه الكميات غالبًا ما يتعذر تسييلها في السوق الرسمية بالسعر المناسب وفي الوقت المناسب إذا ما كانت مقيدة في هذه السوق، فضلًا عن أن إغراق السوق الرسمية بها ( Dumping ) يترتب عليه اختلال مؤقت في العلاقة بين العرض والطلب، وبالتالي هبوط قيمتها ونزولها نزولًا حادًّا ويحدث ذلك غالبًا في حالة وفاة أحد كبار مساهمي الشركات المغلقة.

٣ - كما تقوم السوق غير الرسمية بتسهيل تسييل الأوراق المالية؛ بحيث تتفوق هذه السوق من ناحية السرعة على غيرها من الأسواق المنظمة بل وتصبح منافسًا لها.

ومن المزايا التي يحصل عليها الوسطاء، وهذه في أغلب الأحوال - إن لم تكن جميعها - أكبر من هامش الربح الذي يحصل عليه الديلرز، وهو يمثل الفرق في سعر الشراء والبيع ( Bid - Ask Spread ).

**كيفية التعامل مع «الديلرز»:**

أمام المستثمر الذي يرغب في بيع أو شراء ورقة مالية معينة أحد أسلوبين، الأول: أن يتوجه مباشرة إلى أحد بيوت الديلرز لشراء الورقة التي يرغب فيها أو لبيع الورقة التي يرغب عنها، أما الأسلوب الثاني: فيتحقق بلجوء المستثمر إلى أحد وسطاء الأوراق المالية ليقوم هذا الأخير بصفته وكيلًا عن العميل بشراء أو بيع الأوراق المالية التي كلفه بها عميله من خلال أحد مكاتب «الديلرز» والدور الذي يقوم به الوسيط في هذه الحالة هو دور تاجر التجزئة الذي يتسوق من بين عدد كبير من بيوت الديلرز للحصول على أفضل الأسعار.

وعلى الرغم من أن العميل يتكبد عمولة وساطة في هذه الحالة إلا أنه غالبًا ما يفضل

---

(١) The first Public sale of the stock of the ford motor company in early ( 1956 ) is an outstanding example of the employment of many securities dealers in an initial distribution in this instance about ( 1000 ) dealers participated, Robert wessel, op. Cit. p. 224.

هذا الأسلوب ويؤثره على الأسلوب الأول للأسباب التي سنبينها فيما بعد ، وتبدأ هذه المعاملات غالبًا بالاطلاع على نشرة الأسعار الخاصة بمكتب الديلر والتي تتضمن أسعار البيع والشراء ، وبالطبع فإن هذه الأسعار لا تمثل أفضل الشروط الممكنة لتنفيذ العملية من وجهة نظر المستثمر ، لذلك فلا غرو أن يقدم الديلر في كثير من الأحيان بعض التنازلات ( Concessions ) إذا ما تعرض لبعض الضغوط وبفرض أن أسعار الديلر لورقة ما هي ( ١٨ ) جم للشراء ( Bid ) ( ٢٠ ) جم للبيع ( Ask ) فمن المحتمل أن يقبل ( ١٩,٣٥ ) جم عند قيامه بالبيع أو ( ١٨,٥٠ ) جم عند قيامه بالشراء .

ويتوقف حجم أو مقدار الفرق بين سعر الشراء والبيع على عدة عوامل من أهمها نوعية الورقة وكمية الأوراق المطلوب بيعها أو شراؤها وظروف العرض والطلب وعدد الديلرز الذين يتنافسون فيما بينهم لصناعة سوق لورقة معينة .

ويتغير فرق السعرين ( The Spread ) الذي يحصل عليه الديلر بتغير حجم التعامل على الورقة ؛ فالعلاقة بين حجم التعامل وفرق السعرين علاقة عكسية ، فكلما زاد التعامل على ورقة مالية معينة كلما قلّ هامش الربح أو ما اصطلح عليه في الأسواق ( Spread ) وكلما قلّ التعامل على تلك الورقة زاد هامش الربح .

ونظرًا لما للوسيط من قدرة فائقة على المفاوضة والمساومة فإن علماء الاستثمار على غير اختلاف بينهم يستحسنون التعامل مع الديلرز من خلال وسطاء الأوراق المالية رغم تكبد العميل في هذه الحالة للعمولة التي يتقاضاها الوسيط .

**الأسواق غير الرسمية الداخلية والخارجية [1] ( Inside and Outside Markets ) :**

**أولًا : الأسواق الخارجية :**

الإجراءات التي تناولناها بشأن كيفية التعامل مع الديلر أيًا كان الأسلوب الذي يقع عليه اختيار العميل ، أي في التعامل مباشرة مع الديلر أو من خلال أحد وسطاء الأوراق المالية تمثل أحد شقي التعامل مع الديلر ويطلق عليها مسميات في الأسواق الأجنبية .

**الأول** : الأسواق الخارجية ( Outside Markets ) :

**الثاني** : أسواق التجزئة ( Retailer Makets ) :

(١) A - Robert H. Weessel, Op Cit P 226.

B - Kenneth Garbade, Securities Markets, P, 431.

والمسميات شيء واحد وإن اختلفت الألفاظ المستخدمة لتبيان المقاصد فهي أسواق خارجية ؛ لأن التعامل فيها لا يتم بين المحترفين بعضهم البعض ، وإنما يتم بين أحد بيوت الديلرز من جهة وبين الجمهور من جهة أخرى ، ومن يتعامل مع الجمهور حتى في الأسواق التقليدية يُعرف بتاجر التجزئة ( Retailer ) وتزداد المسألة وضوحًا بتناول الشق الثاني من هذه المعاملات .

**ثانيًا : الأسواق الداخلية [1] :**

ولا يقتصر تعامل الديلرز في الأسواق غير الرسمية على التعامل مع الجمهور إنما يتعامل الديلرز مع بعضهم البعض فيما يمكن أن نطلق عليه أسواق الجملة ( Whole sale markets ) ويتم هذا التعامل إما بهدف تعديل مخزون أحدهم من الأوراق المالية ( Adjusting the Inventory ) أو لتزويد أحدهم بما يحتاج إليه من الأوراق المالية المطلوبة من أحد أو بعض عملائه والتي لا تتوفر لديه ، ويطلق على هذه السوق أيضًا ثلاثة مسميات :

**الأول** : الأسواق الداخلية ( Inside Markets ) .

**الثاني** : أسواق التعامل الداخلي بين المحترفين ( Interdealer Markets ) .

**الثالث** : أسواق الجملة ( Wholesale Markets ) .

ويبين من هذه المسميات أيضًا أنها تتفق في تحديد نوع التعامل في هذه السوق ويوضح بعضها بعضًا .

ويلاحظ انخفاض هامش الربح ( Spread ) في الأسواق الداخلية عن الأسواق الخارجية بمعنى أن فرق السعر الذي يحصل عليه الديلر ( المشتري ) من الديلر ( البائع ) يكون دائمًا أقل من الفرق الذي يتم الحصول عليه من خلال تعامل الديلر مع الجمهور ، وهذا أمر طبيعي وضروري حتى يتمكن الديلر الذي لا تتوفر لديه الأوراق المطلوبة من شرائها من تاجر آخر ويبيعها إلى العميل بعد تحقيق الربح المناسب ، والذي يضيفه على الثمن المشترى به ؛ كما قد يقوم تاجر التجزئة هنا بتقاضي عمولة فيكون قد قام هنا بدور الوسيط ، والمعاملات في السوق الداخلية تؤدي إلى تخفيف الاختلالات في

---

( ١ ) A. Kennth Garabadc Op. Cit, p, 432.

B. Robert Wessel Op. Cit. P, 226.

المخزون العشوائي وتصبح الأسعار والمخزون أكثر تجانسًا وانسجامًا مع متطلبات السوق .

**نظام التسعير في السوق غير الرسمية ( Quotation ) :**

عندما يقوم الوسيط بتنفيذ أمر عميله مع أحد بيوت الديلرز في السوق غير الرسمية بصفته وكيلًا عنه فإن أول سؤال يطرح نفسه على الوسيط هو « من أفضل ديلر يمكن التعامل معه كأحد صناع السوق النشطين ؟ » وأما السؤال الثاني فهو « أي من هؤلاء الديلرز يعطي أسعارًا أفضل من الآخرين ويتقبلها العميل ؟ » [١] .

وبفرض أن هذا الوسيط يقوم بعمله في الولايات المتحدة الأمريكية التي تتمتع بأضخم وأعظم الأسواق غير الرسمية شأنًا في العالم [٢] ، فإن الإجابة على هذين السؤالين تخلص في الآتي :

قبل عام ( ١٩٧١م ) كان يكفي النظر إلى نشرة الأسعار القرنفلية ، وإن شئت فقل الوردية ، والتي كان يصدرها مكتب التسعير الوطني ( National Quotation Bureau ) (NQB) حيث كانت هذه النشرة توزع يوميًا على الوسطاء مبينًا بها أسعار طلبات الشراء وعروض البيع التي يرفعها الديلرز إلى مكتب التسعير الوطني ( NQB ) بعد ظهر اليوم السابق .

وبسبب تأخر إعلان الأسعار ما يقرب من يوم صارت هذه النشرة عند الوسطاء غير عملية بسبب عدم تزامنها ، على أساس أن هذه الأسعار مبلغة في يوم سابق وهم يعبرون عن ذلك بكونها ( Stale ) أو ( not Fresh ) إذ ليس من المتوقع قيام الديلر ببيع ورقة مالية في صباح يوم ما بنفس السعر الذي عرضه بعد ظهر اليوم السابق ، ومع هذا فإن تلك النشرات كانت تشير إلى أكثر الديلرز نشاطًا في إصدارها ، وكان الوسيط يقوم بالاتصال تليفونيًا أو عن طريق « التليتيب » ( Teletype ) بمكتب الديلر الذي وقع عليه الاختيار لتنفيذ العملية ، وأدت التكاليف التي يتحملها الوسيط وكذا الجهد الذي يبذله والوقت الذي ينفقه إلى تضاؤل الحافز على تنفيذ عملية البحث في السوق غير الرسمية .

---

( ١ ) Kenneth Garabade, Cp. Cit P 449.

(٢) تمت الاستعانة بالمؤلفات الخاصة بالسوق غير الرسمية الأمريكية باعتبارها أنشط وأضخم هذه الأسواق في العالم ولسبقها لشتى البلدان في هذا المجال ، وما يجري حاليًا من محاولة بعض الدول وخاصة النامية محاكاتها في هذا الصدد .

**تطور نظم التسعير في السوق غير الرسمية :**

في ( ٨ ) من فبراير ( ١٩٧١م ) بدأت الجمعية الوطنية للمشتغلين بتجارة الأوراق المالية ( NASD ) ( National Association of Securities Dealers ) نشاطها في السوق غير الرسمية ( OTC ) وأتاحت للديلرز والوسطاء نظامًا للتسعير الآلي ( NASDAQ ) والذي أضفى على المعاملات في هذه السوق رؤية ذات مضمون ومعنى ( Meaningful ) لما يجري فيها ، وزودها بوسيلة إليكترونية لإعادة تنظيمها هيكليًا .

وعلى الرغم من أن المعلومات التي يتم تجميعها وإعادة توزيعها من خلال النظام الآلي تقتصر على التعامل في السوق الداخلية ( Interdealer Market ) أو ما يسمى أيضًا بسوق الجملة ، والذي يتم فيه التعامل بين الديلرز بعضهم البعض ، وأن هذه البيانات تتضمن أيضًا حجم التعامل لكل صناع السوق إلا أن هذه البيانات لها قيمة رائعة بالنسبة لجمهور المستثمرين وللجمعية أيضًا باعتبارها المسؤولة عن تنظيم العمليات والتأكد من وجود سوق عادلة ومنظمة وخالية من أي سلوك غير قانوني .

والنظام الجديد بتعجيله الإفصاح عن السعر قد أدى إلى تغيير جوهري في هيكل السوق (١) .

**نظام التسعير الآلي للمشتغلين بالمتاجرة في الأوراق المالية في السوق غير الرسمية**

(National Association of Securities Dealers Automated Quotation System):

ترتبط بيوت الوساطة والديلرز بشبكة معقدة من الاتصالات بنظام التسعير الآلي ، حيث يتوفر لدى كل مؤسسة من مؤسسات الديلرز وحدة طرفية ( Terminal ) وهي مزودة بشاشة فيديو وترتبط هذه الوحدات الطرفية بالنظام الآلي للتسعير ، ومن خلال هذه الوحدات الطرفية التي تتاح للديلرز دون سواهم يقوم الديلرز بتزويد النظام الآلي بالمدخلات التي تتمثل في أسعار الأوراق المعروضة وتلك المطلوبة وتظهر هذه المدخلات ( Inputs ) بعد ثوانٍ على شاشات الفيديو المتاحة للوسطاء والديلرز الآخرين مصحوبة بالبيانات الموضحة لها ، وبذلك تم القضاء على المشكلة الخاصة بنظام النشرات القرنفلية

---

( ١ ) ( NASDAQ ) so accelerated The disclosure of price information, how ever that it fundamentally altered the structure of that market (kenth Garbade) Op. Cit. P, 441.

التي لا تتزامن مع أوقات صدورها ، وما تقدم يعرف بالمستوى الثالث من الوحدات الطرفية .

أما المستوى الثاني فيتم من خلال ترتيب أسعار عروض البيع وطلبات الشراء ترتيبًا موضوعيًا تنازليًا وتصاعديًا موضحًا أمام كل سعر منها اسم الديلر ، وهذه الوحدات الطرفية خاصة بالوسطاء والمؤسسات الاستثمارية .

أما المستوى الأول من الوحدات الطرفية فيبرز أفضل أسعار عروض البيع وطلبات الشراء ، والجدير بالذكر أن الديلرز أنفسهم هم الذين قاموا بتكوين الجمعية الوطنية ، وذلك للحفاظ على مستوى عال من الأداء .

هذا ، وقد ساعد النظام الجديد على زيادة كفاءة الوسطاء في البحث عن أفضل أسعار لعروض البيع وأعلى أسعار لطلبات الشراء ، كما أن هذا النظام قد تلاشى معه إلى حد كبير إمكان التعامل على أسعار بعيدة عن أفضل الأسعار المتاحة في السوق .

ومع هذا فإن الأسعار وفقًا لهذا النظام ليست ملزمة حتى لأولئك الذين أعلنوا بها عن أنفسهم من خلال نظام التسعير الآلي بمعنى أنها لا تعتبر تعاقدًا ملزمًا ، ولهذا وجب التعزيز من خلال الاتصال التليفوني بين الديلر والوسيط [١] .

**السوق الثالثة ( Third Market ) :**

قدمنا عند تعريفنا للسوق غير الرسمية أنها تتعامل في الأوراق المالية غير المقيدة في الأسواق الرسمية ، ولكن الأمر يختلف هنا إذ يتم التعامل في السوق الثالثة ، وهي سوق غير رسمية على أوراق مقيدة في السوق الرسمية .

ولعل السبب في قيام هذه السوق هو الصعوبات التي غالبًا ما تقابل المؤسسات عند بيعها لكميات كبيرة من الأوراق المالية المقيدة في البورصات ؛ لذلك قامت المؤسسات غير المشتركة في عضوية البورصات بالولايات المتحدة الأمريكية بإنشاء أسواق غير رسمية يجري التعامل من خلالها على بعض الأوراق المقيدة في جداول أسعار السوق الرسمية .

---

( ١ ) Kennrth Gerbade, Op Cit 441.

وكذلك :

Papers issued by National Association Of Securities dealers .

وقد رأيت أن أضيفها إلى الملحقات ( ملحق ٤ ) .

وعلى الرغم من أن المعاملات تتم في إطار السوق غير الرسمية ، فإن أسعارها ترتبط بأسعار التعامل في البورصة ، وقد أطلق على هذه السوق تمييزًا لها عن غيرها السوق الثالثة .

**السوق الرابعة ( Fourth Market ) :**

وفي الولايات المتحدة أيضًا سوق رابعة وهي سوق التعامل المباشر على الأوراق غير المقيدة في البورصة ، ولا مجال للوساطة في هذا النوع من الأسواق ، ويرجع السبب في قيام هذه السوق إلى حاجة بعض المؤسسات إلى تنفيذ بعض الصفقات بأحجام كبيرة ( Blocks ) وبأقل تكلفة ممكنة ، وتقوم بعض الشركات المتخصصة بربط عملائها بشبكة من الوحدات الطرفية ( Terminals ) وعملاء هذه الشركات المتخصصة هم المؤسسات الاستثمارية الكبرى والتي تشمل صناديق الادخار والمعاشات والتأمين التبادلي والبنوك التجارية [١] ، ومن مزايا هذا الأسلوب الاقتصاد في عمليات المتاجرة في الأوراق المالية بوحدات كبيرة فضلًا عن سرعة التعامل ، ورغم تقاضي الشركات التي تؤدي الخدمات لأتعاب ( Fees ) تعد عالية التكاليف إلا أنها تنخفض بانخفاض أعباء خدمات البحث والاستشارة التي تقوم بها بيوت الوساطة [٢] ، والجدير بالذكر أن الكميات التي تعتبر ( Blocks ) هي الكميات التي تبلغ ( ١٠,٠٠٠ ) سهم فأكثر [٣] .

**المطلب الثالث : معايير الكفاءة ودور جهاز السوق في تحديد اتجاهات وحركة الأسعار وفقًا لمختلف النظريات :**

**المقاييس الوصفية لأداء السوق ( Measures of Market Performance ) :**

لو كان باستطاعة كل مستثمر التعرف على مصالح المستثمرين الآخرين دون أية أعباء أو تكاليف ( At zero costs ) لتوفر لدينا سعر وحيد للتوازن لأية ورقة مالية في أية لحظة من الزمان .

إن عرض أية ورقة مالية بسعر أدنى من سعر التوازن يؤدي إلى تهافت المستثمرين

---

( ١ ) Encyclopedia Britannica Op. Cit P. 452.

( ٢ ) Fourth Market, The Market in which unlisted securities are traded privately between brokers and clients using the more normal methods longman Dic of business Eng.

( ٣ ) A block is defined as: one Transaction involving 10,000 or more shares of stock ( Jack Clark fran cis, Management of Investment. Grow Hill. P. 105 ) .

عليها المتأهبين للشراء ، وكذلك فإن طلب شراء أية ورقة مالية بسعر أعلى من سعر التوازن يؤدي حتمًا إلى جذب المستثمرين المتأهبين للبيع .

وينبني على ما تقدم صعوبة تنفيذ أية طلبات بسعر أدنى من سعر التوازن السائد في السوق ، وكذا صعوبة تنفيذ أوامر البيع الصادرة بسعر أعلى من سعر التوازن ، وتفسير ذلك أن أعلى سعر يعرضه المشترون سوف يكون أقل من أدنى سعر يقبله البائعون ؛ وكذلك فإن أدنى سعر يطلبه البائعون سيكون أعلى من أي سعر يعرضه المشترون .

وفضلًا عما تقدم فإنه من غير المتصور أن تتم المعاملات بأسعار أدنى من أعلى سعر طلب شراء متاح كما لا يتصور حدوثها بسعر أعلى من أدنى سعر عرض متاح ؛ حيث كان بوسع البائع في الحالة الأولى أن يبيع ما لديه من أوراق بسعر أعلى ، وكان بوسع المشتري في الحالة الثانية أن يعقد هذه الصفقة بسعر أقل .

إن مستوى السوق الذي تنتشر في ربوعه المعلومات بلا مقابل لا نكاد نعرفه في عالم سابق ولا في عالمنا المعاصر ، وهو أمر بعيد المنال ؛ حيث إن التعرف على مصالح الآخرين غاية يصعب إدراكها ، وإذا صار ذلك الأمر ممكنًا فبثمن باهظ التكاليف . إن وجود طلبات شراء بسعر أعلى من أدنى سعر يقبله البائعون يعكس المعلومات والتي هي من خصائص الأسواق التي يعز فيها الاتصال بين المتعاملين في السوق الواحدة وهي التي يطلق عليها ( Fragmented Markets ) وكلما زادت تكلفة الاتصال عز الاتصال وصارت الأسعار أكثر بُعدًا عن أفضل الأسعار المتاحة .

وهناك ثلاثة مقاييس وصفية لأداء السوق ، والتي تبرز أهمية سرعة انتشار المعلومات بين كافة المتعاملين في السوق :

١ - عمق السوق ( Market's depth ) .

٢ - اتساع السوق ( Market's breadth ) .

٣ - مرونة السوق ( Market's resiliency ) .

**عمق السوق ( Market's depth ) .**

توصف السوق بالعمق إذا كانت هناك ثمة أوامر حقيقية أو غير حقيقية تتعلق بأوراق مالية معروضة للبيع أو مطلوبة للشراء بأسعار تزيد أو تقل عن الأسعار السائدة في سوق

الأوراق المالية ، أما الأوامر الحقيقية فهي التي تمثل تعاملًا فعليًا وحقيقيًا على أوراق موجودة بالفعل ، وأما الأوامر غير الحقيقية فهي التي يجري التعامل فيها على أوراق غير موجودة أو لا يتيسر تغطيتها بسهولة ، فحينما يجري التعامل في سوق ذات عمق على ورقة مالية يلاحظ أن ثمة اختلالات وقتية لأوامر البيع أو أوامر الشراء « بمعنى عدم وجود أوامر عكسية لأي منها » تؤدي إلى حدوث تغيرات محسوسة في الأسعار ويترتب على هذه التغيرات إعادة التوازن بين أوامر البيع وأوامر الشراء .

وتتطلب السوق ذات العمق علم المستثمرين الفوري بأسعار العرض والطلب من جهة وتعاملهم بمقتضاه من جهة أخرى ، ومن متطلبات هذه السوق أيضًا أن يتولى مهمة تنفيذ أوامر المستثمرين ، سواء كان بيعًا أم شراء وسطاء على درجة عالية من الدراية بظروف السوق ، وتتوفر فيهم القدرة على تنفيذ الأوراق المحدد أسعارها مسبقًا ( limited price orders ) بمجرد أن تصبح هذه الأسعار متاحة في السوق ، وتعتبر المعرفة الفورية بالأسعار والتنفيذ الفوري للأوامر شروطًا مسبقة لوصف السوق بأنها سوق ذات عمق [1] .

وعلى النقيض من ذلك نجد أن الأسواق التي لا يتوفر لها وسائل الاتصال ( Fragmented markets ) ويشق فيها الاتصال بين المتعاملين بعضهم البعض بالسرعة والتكلفة المناسبة تفتقر إلى هذا العمق ، فقد تمضي فترات طويلة دون أن يصبح تنفيذ الأوامر المنبثقة عن هذه السوق أمرًا ممكنًا أو حتى محتملًا في وقت قصير لاحق .

**اتساع السوق ( Market's Breadth ) :**

توصف السوق بالاتساع إذا توفرت فيها أوامر البيع والشراء بأحجام كبيرة أو غير محدودة ، وكلما زاد حجم السوق زادت فرص استقرار التغيرات في الأسعار والتي تصاحب عادة اختلال أوامر البيع والشراء ، وكلما زاد عدد المستثمرين الذين تتطاير إليهم المعلومات عن التغيرات في أسعار العرض والطلب لتوها كان ذلك دليلًا على اتساع السوق وانتفاء محدوديته .

وعلى الرغم من صعوبة الفصل بين عمق السوق وسعته في الحياة العملية لارتباطهما

---

( ١ ) A block is defined as one Transaction involving ( 10,000 ) or more shares of stock (Jack Clark fran cis, management of investment m Grow Hill. P. 105.

الوثيق ، إلا أنهما ليسا شيئًا واحدًا وليست لهما دلالة أو مفهوم واحد [١] .

ورغبة منا في إبراز وجه الاختلاف بين عمق السوق وسعته ( Depth and breadth of a market ) فسوف نعرض من خلال الجدول التالي [٢] أربع صور محتملة أو ممكنة لأسعار الطلب في سوق أفضل سعر لطلب شراء فيها هو ٥٠ جم لوحدة الورقة المالية .

**بيان توضيحي لسعة السوق وعمقه**

( Market Depth and Breadth )

| Bid Prices<br>أعلى سعر طلب شراء متاح | ( ١ )<br>Thin and shallow<br>سوق ضيقة وضحلة | ( ٢ )<br>Thin but deep<br>سوق ضيقة ولكنها ذات عمق | ( ٣ )<br>Broad but shallow<br>سوق واسعة ولكنها ضحلة | ( ٤ )<br>Broad and deep<br>سوق واسعة وذات عمق |
|---|---|---|---|---|
| | وحدة | وحدة | وحدة | وحدة |
| ٥٠ جم | ١٠٠ | ١٠٠ | ٥٠٠ | ٥٠٠ |
| ٤٩ جم | ٢٠٠ | ٢٠٠ | ٥٠٠ | ٥٠٠ |
| ٤٨ جم | — | ٣٠٠ | — | ٧٠٠ |
| ٤٧ جم | — | ٣٠٠ | — | ٩٠٠ |
| ٤٦ جم | — | ٣٠٠ | — | ١٥٠٠ |

بإمعان النظر في الجدول السابق نلاحظ الآتي :

١ - بوسع المستثمر أن يبيع مائة وحدة بأعلى سعر طلب شراء ( bid ) وهو ( ٥٠ ) جم في أي من الأسواق الأربعة .

٢ - إذا رغب المستثمر في بيع ( ٣٠٠ ) وحدة وفي أي من السوقين الضيقين ( ١ ، ٢ )

( ١ ) Although market depth and breath are closely related in practice they are not identical concepts. (Kennth Garbade op. cit. p. 421).

( ٢ ) هذا الجدول مقتبس من كتاب ( Securities markets ) ، مرجع سابق .

أي ( ٢٠٠ ) وحدة إضافية فضلًا عن المائة السابقة ، فإن ذلك يقتضي أن يبيع هذه الوحدات بسعر ( ٤٩ ) جم للوحدة .

٣ - وعلى النقيض من ذلك فإن بوسع المستثمر أن يبيع ما يصل إلى ( ٥٠٠ ) وحدة بسعر طلبات الشراء ( ٥٠ ) جم لوحدة في أي من السوقين غير المحدودين ( ٣ ، ٤ Broad Markets ) .

٤ - في السوقين الضحلين ( ١ ، ٣ ) وهي ( Shallow Markets ) فلن يتوفر ثمة طلبات شراء بسعر أدنى من ( ٤٩ ) جم للوحدة .

٥ - بينما في الأسواق ذات العمق ( Deep Markets ) سوف تكون هناك أوامر تدنو فيها الأسعار المصاحبة لطلبات الشراء إلى ( ٤٦ ) جم .

٦ - في الأسواق الأربعة فإن الأوامر ذات الأحجام الكبيرة يمكن تنفيذها بأسعار أدنى دائمًا ، ومع هذا فإن العلاقة بين حجم البيع والسعر الذي يمكن به تنفيذ الأمر تختلف من سوق لآخر .

٧ - السوق ذات العمق والسعة أو غير المحدودة ( Deep and Broad ) ( سوق ٤ ) هو أفضل الأسواق ؛ إذ بوسع المستثمر أن يبيع ( ٥٠٠ ) وحدة بسعر طلب شراء ( ٥٠ ) جم للوحدة وكذا ( ٣٦٠٠ ) وحدة إضافية بأسعار منخفضة تصل إلى ( ٤٦ ) جم للوحدة .

٨ - السوق رقم ( ١ ) والذي يتصف بكونه ضيقًا وضحلًا ( Thin and Shallow ) هو أسوأ الأسواق .

٩ - السوق رقم ( ٢ ) والذي يتصف بكونه ضيقًا إلا أنه ذو عمق فإنه يستوعب ( ١٢٠٠ ) وحدة من المبيعات ، ولكن شريطة أن تكون الوحدات الأخيرة وهي ( ٣٠٠ ) وحدة بسعر ( ٤٦ ) جم للوحدة .

١٠ - بمقارنة السوق رقم ( ٢ ) بالسوق رقم ( ٣ ) أي بمقارنة السوق التي توصف بكونها ضيقة ولكن ذات عمق بسوق واسعة ولكنها ضحلة يبين أن بوسع المستثمر أن يبيع ( ١٢٠٠ ) وحدة بسرعة وسهولة في السوق الأولى ( ٢ ) بينما يصبح في إمكانه أن يبيع فقط ( ١٠٠٠ ) وحدة في السوق رقم ( ٣ ) ولكن بمتوسط سعر أفضل من السوق رقم ( ٢ ) .

فإذا تساءلنا أي السوقين أفضل ؟ .. أسواق ضيقة ولكنها ذات عمق أفضل أم أسواق واسعة ولكنها ضحلة ... والإجابة على ذلك أن الأمر يتوقف على حجم أوامر البيع التي يتم تنفيذها .

**ونخلص مما تقدم :**

١ - إن أفضل الأسواق على الإطلاق الواسعة ذات العمق :

( Broad and deep markets ) .

٢ - وأن أسوأ الأسواق هي الأسواق الضيقة الضحلة :

( Thin and shallow markets ) .

٣ - وأن عمق السوق وسعته ليسا شيئًا واحدًا .

٤ - أنه لا وجه للمقارنة بين سوق واسعة وإن كانت ضحلة ، وسوق ضيقة وإن كانت ذا عمق .

**مرونة السوق ( Resiliency of a market ) :**

يعتبر السوق مرنًا ( resilient ) فيما لو تدفقت الأوامر على السوق استجابة لتغيرات الأسعار الناتجة عن اختلال عابر وغير دائم ( Temporary unbalance ) لأوامر البيع والشراء .

ووجوب علم المستثمرين بتغيرات الأسعار شرط مسبق لتحقق مرونة السوق ، وكذلك فإن انتشار المعلومات بين المستثمرين على وجه السرعة يعد أمرًا بالغ الأهمية للحفاظ على مرونة السوق .

وإذا كنا قد تناولنا أوجه الاختلاف بين سوق وأخرى باستخدام المنهج الوصفي في تناول مقاييس أداء السوق ، فإن ثمة أمور أخرى تتساوى فيها هذه المقاييس ، فتصبح السوق أكثر سعة أو أكثر عمقًا أو أكثر مرونة كلما كان لدى المستثمرين المقدرة على التعرف على الأسعار والتجاوب معها والتعامل عليها وفقًا لما تقتضيه مصلحتهم ، وكلما زادت سرعة الاتصالات كانت السوق أكثر تكاملًا .

وأعلى مراتب الأسواق عند علماء التمويل والاستثمار هي السوق الكاملة ، وقد يكون من المناسب أن نتصدى هنا لمفهوم السوق الكاملة عند الاقتصاديين ومفهوم السوق الكاملة عند علماء الاستثمار والتمويل .

**السوق الكاملة ( Perfect Market ) :**

يصف الاقتصاديون السوق بأنها كاملة إذا كان جميع من ينتظر منهم البيع والشراء على علم مستمر بالأسعار التي تعقد بها الصفقات ، وعلى علم بما يعرضه البائعون وما يطلبه المشترون ، وحينما يكون هناك سعر واحد في كافة أنحاء السوق ودون تكبد المتعاملين أية تكاليف [١] .

ووجه الشبه كبير في هذا الصدد بين الأسواق السلعية وأسواق الأوراق المالية وإن كانا غير متماثلين من جميع الوجوه .

وإذ يرى بعض علماء التمويل والاستثمار أن سوق الأوراق المالية تعتبر سوقًا كاملة إذا ما كان باستطاعة كل مستثمر في جميع الأوقات أن يعرف أفضل الأسعار التي يستطيع أن ينجز بها عمليات البيع والشراء ، بينما يرى البعض الآخر أن عدة شروط ينبغي تحققها حتى يمكن إسباغ صفة السوق الكاملة على سوق الأوراق المالية ، وهذه الشروط هي :

١ - عدم تحمل البائعين أو المشترين لأية تكاليف مقابل انتقال حقوق الملكية متمثلة في الأوراق المالية - محل التعامل - من البائعين إلى المشترين .

٢ - أن تكون المعلومات الخاصة بالأرباح المستقبلية وكذا مخاطر الأوراق المالية محل

---

(١) د. أحمد أبو إسماعيل ، أصول علم الاقتصاد ، ( ط ٧٦ ) ، ( ص ٣٤٥ ) .
درج الكتاب والمتخصصون وغير المتخصصين على استخدام لفظ الكفاءة على أساس أنها تقابل الكلمة الإنجليزية ( Efficiency ) وعلى حين تعني كلمة ( Efficient ) في المعاجم الأجنبية حسن الأداء ( Do his work well ) فإن كلمة الكفاءة في اللغة العربية تعني شيئًا آخر ، فيقصد بها التماثل والسوية ، فيقال : هذا الرجل كفء لهذه المرأة ، ويقال : الكفاءة في الزواج من الدين ، وفي كتاب الله العزيز : ﴿ وَلَمْ يَكُن لَّهُۥ كُفُوًا أَحَدٌۢ ﴾ [الإخلاص: ٤] أي لا نظير له ولا مثيل .
وفي الحديث النبوي : « المسلمون تتكافأ دماؤهم » في الفيزياء والهندسة تستخدم كلمة الكفاءة للإشارة إلى نسبة العمل المفيد الذي تنتجه الآلة أو العامل إلى الطاقة المبذولة فيه أي كوسيلة لقياس الجهد أو الطاقة المبذولة إلى ناتج الجهد ( Economic Business & Finance ) ، نبيه غطاس ، ولذلك فإنه لا وجه للمقارنة بين اللفظ بمعنى التماثل عند التنظير في اللغة العربية ، ومعنى حسن الأداء في اللغة الإنجليزية .
وإذا كانت كلمة كفء صفة والجمع أكفاء ، فهل يجوز أن نصف الأسواق بأنها أكفاء ؟ وبالرجوع إلى لسان العرب لم نجد للفظ المستخدم أصلًا ، وما كان ليجوز استخدامه لولا أن أجازه المعجم الوسيط ( تخريج مجمع اللغة العربية ) والذي أشار إلى أن مولده ( مو ) بالمعنى الدارج حاليًا يرجع إلى ما بعد عصر التدوين ، وهذه دعوة منا لإعادة النظر في المصطلحات التي لا تتفق وصحيح اللغة .

التعامل متاحة لجميع المتعاملين في السوق وبلا مقابل .

٣ - ألا يكون بوسع أي من المستثمرين من المشترين أو البائعين التأثير على أسعار الأوراق المالية محل التداول .

٤ - إمكان تجزئة الأوراق المالية إلى أجزاء صغيرة إذا اقتضى الأمر ذلك ؛ حيث يتعذر عملًا تسييل الأوراق ذات الفئات الكبيرة ، وتعتبر حينئذ من معوقات السوق .

ولكن من المعلوم أن عدم وجود أية تكاليف على نقل الملكية في السوق الثانوية أو على الإصدار الجديد في السوق الأولية يعد من قبيل الافتراضات التي لا وجود لها في الواقع ، ذلك أن جميع الأسواق القائمة في أرجاء المعمورة تشوبها النقائص ( imperfect tions ) إذ يتقاضى السماسرة عمولات أو أتعاب ( Commissions or fees ) على عمليات البيع والشراء ، كما تفرض بنوك الاستثمار تكاليف إصدار ( Floating costs ) على الأوراق المالية المصدرة حديثًا .

ولذلك يرى علماء الاستثمار أنه سواء كانت السوق كاملة أم مشوبة بالنقائص فإنه يمكن الاصطلاح على تسميتها ( Efficient Markets ) أي الأسواق ذات الكفاءة [١] .

**الأسواق ذات الكفاءة ( Efficient Markets ) :**

هي تلك الأسواق التي تنعكس من خلالها كافة المعلومات وكافة القرارات الإدارية على أسعار الأوراق المالية إيجابًا وسلبًا أي صعودًا وهبوطًا ، فيكون ارتفاعها ثوابًا وانخفاضها عقابًا جزاءً وفاقًا ، وذلك فور تلقي السوق لهذه القرارات أو تطايرها إليه فور صدورها [٢] .

ويرى بعض الكتاب أن مسألة كفاءة الأسواق يجب أن تكون دائمًا موضع اهتمام بهدف زيادتها ، وأن هناك ثلاثة معايير لقياس هذه الكفاءة [٣] :

---

( ١ ) ( Efficient Markets mean that quick penalities and rewards in the form of share prices changes resulting from managerial decisions in a firm once the information flows into the market ، Archer choate – Financial Management op. cit. P. 110.

( ٢ ) د. أمال التيجاني ، ندوة الاستثمار ومعوقاته ، اتحاد البورصات ، الدار البيضاء ، ديسمبر ( ٨٦ ) ؛ ( ص ٢٧٠ ) .

(٣) د. أمال التيجاني ، ندوة أهمية المعلومات والإفصاح عنها في البورصات العربية ، وقد استعانت الباحثة في هذه الدراسة بـ ( Eugene F.Fama Efficient Capital Markets. The Journal of ) .

١ – الكفاءة التبادلية ( Transactin Efficiency ) .

٢ – الكفاءة التشغيلية ( Operational Efficiency ) .

٣ – الكفاءة الهيكلية ( Structural Efficiency ) .

أما الكفاءة التبادلية فتتصل بتكاليف التبادل وهي عمولات الوسطاء ، والعلاقة بين الكفاءة وهذه التكاليف علاقة عكسية ؛ فكلما انخفضت هذه التكاليف ارتفعت الكفاءة التبادلية للسوق ، والعكس صحيح .

وأما الكفاءة التشغيلية فيقصد بها الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء ( The Bid ask spread ) والعلاقة أيضًا بينهما عكسية ؛ فتنخفض الكفاءة التشغيلية بزيادة الفرق بين سعر البيع والشراء وترتفع بانخفاض الفرق بينهما .

**الكفاءة الهيكلية :**

ويقصد بها عدد المشاركين في السوق ( Participants ) أو المتعاملين فيه ( Transactors ) فإذا زاد عددهم بحيث لا يكون بوسع أحدهم التأثير على الأسعار في السوق ، كان ذلك دليلًا على تفاعل قوى العرض والطلب في سوق تسوده المنافسة وتحقق من خلاله أفضل فرص البيع والشراء ، وزادت درجة الكفاءة الهيكلية للسوق .

وليس معنى ذلك أن الأسواق التي تتصف بالكفاءة على درجة واحدة ، فقد قسم علماء الاستثمار درجات الكفاءة على أساس افتراضي إلى ثلاثة تقسيمات فيما يعرف بـ ( Forms of Efficient Market Hypothesis ) .

**١ – أسواق ضعيفة الكفاءة** ( Weak form efficiency ) :

ووفقًا لهذا الافتراض فإن الأسعار السائدة في لحظة معينة في السوق تعكس كل ما يمكن معرفته عن الأسعار الماضية للورقة المالية وحجم تبادلها .

**٢ – أسواق متوسطة الكفاءة** ( Semi Strong form ) :

ووفقًا لهذا الافتراض فإن الأسعار تعكس بكفاءة كافة البيانات المعلنة عن الشركة المعنية مثل الأرباح التي وزعت أو تقرر توزيعها على المساهمين ، وحجم الأرباح المحققة ، وغير ذلك من البيانات المنشورة المؤثرة على الأسعار ، والتي تتضمنها الميزانيات والتقارير المالية المصاحبة لها .

وتعرف تغيرات الأسعار في هذه الحالة عند علماء الاستثمار بـ ( The adjustment of stock prices to new information ) .

٣ - **أسواق عالية الكفاءة** ( Strong form efficiency ) :

وأساس هذا الافتراض أن الأسعار الحالية للأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات والبيانات المنشورة المتاحة للمستثمرين ( Publicly announced information ) وإنما كل ما يمكن أن يكون معلومًا عن الشركة ، وتعتبر السوق عالية الكفاءة إذا كان العائد المتوقع يتساوى مع سعر العائد الخالي من المخاطرة مضافًا إليه نسبة تمثل علاوة المخاطرة والتي تختلف من مشروع لآخر باختلاف الهيكل التمويلي للمنشأة ، ومدى توسعها في استخدام الرافعة المالية ، والذي قد يترتب عليه إعسار الشركة فنيًا أو ماليًا ، ونسبة أخرى تمثل المخاطرة الاقتصادية والتي تختلف باختلاف نوعية النشاط الذي تمارسه المنشآت وكذا الظروف الاقتصادية العامة للبلاد ، وبمعنى آخر فإن السوق تعتبر على درجة عالية من الكفاءة إذا كانت القيمة السوقية لأية ورقة مالية تعبر عن قيمتها الذاتية (١) .

والقيمة الذاتية للسهم ( intrinsic value ) مرادفة لقيمته الحقيقية ( Actual value ) وليست القيمة الحقيقية مرادفًا للقيمة الدفترية ( Book value ) وليست حتمًا موافقة أو مخالفة للقيمة ( Market value ) أو ما يسمى أيضًا ( Market price ) فإذا ما كان يجري التعامل في أحد الأسواق على الأوراق المالية بأسعار مماثلة أو قريبة من قيمتها فإن ذلك دليل على أن هذه السوق تتمتع بدرجة عالية من الكفاءة ، إلا أن ذلك يعني من ناحية أخرى أنه لن تكون هناك فرصة للمتاجرة أو المضاربة « بمفهومها الغربي » ( Speculation ) والتي تقوم عليها الأسواق ذات السمعة والصيت العالمي ، والتي بغيرها أيضًا ما أصبح لهذه الأسواق هذه الأهمية التي تحظى بها الآن ، ولا شك أن المستثمر الذي يرغب في شراء ورقة مالية معينة إنما يتطلع إلى معرفة قيمتها الحقيقية ، ويقتضي ذلك وقوف المستثمر على البيانات والمعلومات الآتية :

---

( ١ ) Often the market for a stock behaves contrary to Finance. May 70.
What the fundamental economic conditions suggest. The economy position of a company and the national economy might be strong and yet the stock market might drop in price. The market as a whole acts indepenedently of the realities of the business and economic world refferd to as fundemantals.

١ - العائد المطلوب تحقيقه من جانب المساهم ( Required Rate of Return ) .

أ - العائد الخالي من المخاطرة ( Risk free rate of Return ) « كفوائد السندات الحكومية » .

ب علاوة المخاطرة ( Risk Premium ) .

٢ - العائد الموزع في نهاية آخر سنة مالية ( The Dividend ) .

٣ - متوسط معدل نمو الأرباح خلال السنوات الخمس الماضية « أو ما دون ذلك » Average rate of growth .

وبافتراض أن القيمة السوقية لإحدى أوراق الشركات اليوم هي عشرون جنيهًا ، وأن نسبة العائد الخالي من المخاطر ( ٩٪ ) ، وأن علاوة المخاطرة المقدرة للشركة ( ٧٪ ) . « مخاطرة مالية + مخاطرة اقتصادية » وأن متوسط نسبة النمو خلال السنوات الخمس الماضية ( ٥٪ ) ، وأن العائد الذي قامت الشركة بتوزيعه هذا العام هو ( ١,٠٩٠ ) جم ، فإنه بوسعنا التوصل إلى القيمة الذاتية « الحقيقية » للسهم باستخدام المعادلة الآتية :

$$\text{القيمة السوقية اليوم ( Po )} = \frac{\text{العائد الموزع ( ١ + نسبة النمو )}}{\text{العائد المطلوب تحقيقه - نسبة النمو}}$$

$$= \frac{\text{١٠,٩٠ ( ١+ ٠,٠٥ )}}{\text{٠,١٦ - ٠,٠٥}} = \text{١٨,١٨ جم}$$

يبين من المعادلة المتقدمة أن القيمة السوقية تزيد بنسبة ( ١١٪ ) تقريبًا عن القيمة الحقيقية ، إلا أنه من الإنصاف أيضًا أن نضيف أنه من غير المتصور توافق القيمتين دائمًا ؛ لأن الأسعار تتغير في هذه الأسواق من لحظة لأخرى خضوعًا لظروف العرض والطلب ، فضلًا عن حقيقة أخرى مفادها اختلاف توقعات المستثمرين ، وأنه نادرًا ما تتفق الآراء حول تحديد أو تقدير درجة المخاطرة [١] .

(١) ويرى نفس الكاتب أن المستثمرين والمحترفين لا ينبغي إغفالهم لاتجاهات السوق .

## ميكانيزم السوق وحركة الأسعار في أسواق الأوراق المالية :

يثور التساؤل دائمًا عن سر صعود وهبوط أسعار الأوراق المالية في البورصات المحلية والعالمية من يوم لآخر ؛ بل ومن لحظة لأخرى رغم عدم تغير الظروف الاقتصادية أو المراكز المالية للشركات التي يجري التعامل على أسهمها في أسواق الأوراق المالية ، فإذا ما تم التغاضي عن التقلبات اليومية ( Fluctuations ) والتي لا نجد لها أيضًا سندًا علميًا – على أساس أنها تغيرات طفيفة أو محدودة يعزوها البعض إلى تغير ظروف العرض والطلب – فإن موجات الصعود والهبوط التي تجتاح هذه الأسواق من شأنها أن تُبقي السؤال مطروحًا على بساط البحث يبحث عن إجابة شافية .

إن سوق الأوراق المالية في مجموعها قد لا تتسم في أدائها بالرشد ( Rationality ) قياسًا على الشروط المتعارف عليها عند الأصوليين ؛ بل ومن الثابت أن السوق غالبًا ما تسلك مسلكًا مغايرًا للظروف الاقتصادية والأصول العلمية [١] ، وتفصيل ذلك أن المركز المالي للمنشأة قد يكون قويًا والوضع الاقتصادي للبلاد أكثر قوة ، والسوق مع هذا في اتجاه نزولي ، وعلى النقيض من ذلك فإن المركز المالي للمنشأة قد يكون ضعيفًا ، ووضع الاقتصاد القومي أكثر ضعفًا ، والسوق في مجموعه مع ذلك قويًا ، ويجيب على هذا التساؤل بعض الكتاب الغربيين بقولهم : إن السوق قد يكون ضعيفًا وتتجه فيه الأسعار اتجاهًا نزوليًا لا يتفق والقواعد الأصولية ( Fundamentals ) كالربحية والسيولة والكفاءة في استخدام الأصول ، وسلامة المركز المالي ، ومقدرة الإدارة ، واحتمالات المستقبل ؛ لأن أسباب الصعود والهبوط ليست مما يتعلق بالقواعد والأصول وإنما بمركز السوق من الناحية الفنية .

ويؤكد هذا الفريق من الكتاب أنه حتى مع ضعف العوامل الخارجية « وهي تلك المتعلقة بتحليل الاستثمار » فإن هيكل السوق كثيرًا ما يكون متماسكًا بقوة غير متوقعة

---

"Investors or traders should not become blinded to the economic realities of the trend of the = stock market" .

(Investments - Fredick Amlig p 526).

( ١ ) The fundmental factors may be weak and yet the market structure may be holding up with unexpected strength even against bad current news (Charles Amos Dice stock market. Op cit p. 259).

حتى مع ورود أخبار سيئة [1] ، والأمر على هذا النحو يثير الدهشة ؛ لأن مؤداه انفصام العلاقة تمامًا بين الأصول المادية المملوكة للمشروع والتي تمثل أصل الثروة والأصول المالية التي تباع وتشترى في أسواق الأوراق المالية وتمثل حقوقًا على هذه الثروة ، وتعتبر السوق في هذه الحالة مستقلة تمامًا ، ومنعزلة عن الواقع ، وهو استقلال معيب .

ويبرر هذا الفريق من الكتاب الاستقلال بأنه يرجع إلى قوة السوق من الناحية الفنية فيما يسمونه في الأسواق العالمية ( Technical position of the market ) ويضيفون أن السوق قد تكون قوية من الناحية الأصولية ، ضعيفة من الناحية الفنية أو تكون على النقيض من ذلك ضعيفة من الناحية الأصولية ، قوية من الناحية الفنية .

أما عن الأسباب التي تؤدي إلى قوة السوق من الناحية الفنية فيرجعون ذلك إلى سببين رئيسيين :

**السبب الأول** : هيمنة بعض البيوع على السوق فيما يسمونه ( Short sale ) أي البيع على المكشوف ، وتتبدد الدهشة لتنقلب إلى ذهول بإعلان الممارسين في هذه الأسواق والكتاب الأمريكيين أن ما بين ( ٦٦٪ ) إلى ( ٧٥٪ ) من المعاملات في السوق بيع على المكشوف [2] ، ويكون البيع على المكشوف إذا باع الشخص ما ليس عنده وبتعبير آخر إذا كانت الأوراق المباعة لا يملكها بائعها أو ليس بوسعه تسليمها ، والبائع على المكشوف يقترض من أحد مكاتب الوساطة الأوراق التي تعاقد عليها وليست في حيازته على أمل أن تنخفض الأسعار ، وفي حالة انخفاض السعر يقوم المضارب في هذه الحالة بشراء الأوراق التي سبق له بيعها ويعيدها إلى صاحبها .

أما إذا تعذر اقتراض هذه الأوراق فيقال إن السوق من الناحية الفنية ( over - sold ) وقد نقل إلينا هؤلاء الكتاب صورة حقيقية لإحدى الممارسات في السوق الغربية والتي تصور تأثير هذه البيوع على السوق وتؤدي إلى قوته فنيًا ، وترسم في ذات الوقت صورة

---

( ١ ) The manager of a western house told the authors that from two thirds to three - fourths of his current business was on the short sale of the market. The subsequent action of the market proved that his estimate of his own accounts was representitive of the market as a whole. ( IBid p. 265 ) .

( ٢ ) Manipulation of the market of a given stock for a rise in price creates a strong position market in that stock ( Charles Amos Dice op. cit. p. 261 ) .

لميكانيزم السوق في التعامل على المكشوف .

إحدى الشركات كانت تمتلك ( ١٩٣ ) ألف سهم - ولقد كان من السهل على المضاربين على الهبوط ( Bears ) أن يبيعوا من أسهم هذه الشركة أكثر مما كان متاحًا لهم تسليمه ، كما كان من السهل - على الجانب الآخر - للمضاربين على الصعود ( Bulls ) أن يشتروا كل ما يمكن تسليمه لهم .

اقترض المضاربون على الهبوط ( Shorts ) من المضاربين على الصعود ( Longs ) وسلموا الأوراق للمشترين الجدد الذين قاموا بدورهم بإقراض هذه الأوراق .

وترتب على ذلك أن باع المضاربون من الأسهم أكثر مما هو موجود ، واضطروا تبعًا لذلك للشراء بأي ثمن من المضاربين على الصعود الذين آن لهم أن يستردوا أوراقهم .

في هذه الحالة كان السوق ( Over - sold ) ومركز السوق قويًا جدًّا ( The technical position of the stock was very strong ) .

**أما السبب الثاني** : فهو المناورات التي تتم في السوق لرفع سعر ورقة معينة مما يؤدي إلى قوة السوق من الناحية الفنية ، وتفصيل ذلك أن جماعات المضاربة على الصعود يتم تكوينها لشراء أكبر كم ممكن من أسهم إحدى الشركات ، وتقوم بعدها بالمناورة لجذب أنظار جمهور المتعاملين والذي يعقبه عادة شراء هذه الأوراق بأسعار مرتفعة من أيدي المضاربين [١] .

ويمكن تلخيص نظرية الفنيين فيما يلي :

١ - أن القيمة السوقية تتحدد من خلال تفاعل قوى العرض والطلب فقط .

٢ - أن العرض والطلب يحكمهما العديد من العوامل بعضها يتسم بالرشد ( Rational ) والبعض الآخر يفتقده ( irrational ) ومن بين هذه العوامل ما يقرره الأصوليون ، ومن أمثلة هذه العوامل الأداء والأمزجة والطباع ، والحدس والتخمين والضرورات الملحة ، ويقوم السوق بوظيفته الترجيحية بين شتى العوامل بصفة دائمة وبطريقة آلية .

٣ - إذا ما تم التغاضي عن التقلبات المحدودة في السوق ، فإن الأسعار تميل إلى

---

( ١ ) Fredrick Amling op cit p 548.

التحرك في الاتجاه الذي يستمر فترة طويلة من الزمن [١] .

٤ - أن التغيرات في الاتجاه إنما تترتب على التغيرات في العلاقات بين العرض والطلب ، أما عن أسباب هذه التغيرات فهو ما يمكن استنباطه عاجلًا من خلال سلوك السوق نفسه .

٥ - والافتراض الأساسي الذي تقوم عليه النظرية أن التاريخ يميل دائمًا إلى أن يعيد نفسه وأن السعر في الماضي ينبئ عن سلوك السعر مستقبلًا .

٦ - يفترض الفنيون في الأسواق أن السوق لها حياتها الخاصة مستقلة عن قواعد وأصول تحليل الاستثمار [٢] .

هذا عن نظرية الفنيين ، وهناك نظرية أخرى سبق الإشارة إليها وهي على النقيض من النظرية السابقة :

**نظرية الأصوليين ( Fundamentalists Theory ) :**

١ - قيمة السهم عند الأصوليين تتحدد وفقًا لقيمته الذاتية والقيمة الذاتية ( Intrinsic Value ) هي ما يعبر عنه دائمًا بالقيمة الحقيقية .

٢ - القيمة الحقيقية تتحدد بقدرة المشروع على تحقيق الأرباح ( Earning power ) وخاصة الأرباح المستقبلية ( Future Earnings ) والأسعار في المستقبل تدور حول الربحية والقيم الحقيقية .

وإذا كنا قد اجتهدنا في تفسير الظاهرة السوقية وأسباب تغير الأسعار من لحظة لأخرى وكان عمدتنا في هذا الصدد ما استخلصناه مما كتبه مشاهير الكتاب الغربيين فقد رأينا ألا يفوتنا عرض الرأي الذي تناوله أحدث مؤلف في الاستثمار يتناول ميكانيزم السوق وتحديدها الأسعار تحت عنوان ( The market mechanism that determines stock prices ) وتُلخص هذه الرؤية في الآتي :

لا بد أن تتحقق ثلاثة شروط حتى تقوم ميكانيزم السوق بدورها ويتحقق وجودها .

---

( ١ ) Kennth Gabede - securities markets - op. cit. p. 420.

( ٢ ) The stock market technician assumes that the stock market has a life of its own, independent of the fundamental attributes of investment value possessed by individual companies that constitute the market, Fredrick Amling op. cit. p. 548.

( The market mechanism can be characterized by three conditions ) .

١ – أن تكون المعلومات المالية متاحة وبتكلفة صفرية [١] .

( Financial information is freely available ) .

٢ – ألا يكون بوسع أحد المستثمرين أو المتعاقدين في السوق السيطرة على حركات الأسعار أو جعلها عرضة للتلاعب والمناورة .

( Secuities prices are not controlled or manipulated ) .

٣ – أن يسود السوق ما يقرب من التوازن الدائم .

( Something approaching a continuous equilibrium prevails ) .

وبالنسبة للشرط الأول هو إتاحة المعلومات بتكلفة صفرية ؛ ففور تلقي المستثمرين لهذه الأنباء فسوف يتفاعلون معها ، البعض سوف يبالغ في قيمتها والبعض الآخر سيقلل من شأنها إلا أن هذه المعلومات تنعكس في النهاية على اتجاهات الأسعار .

أما عن حيث عدم خضوع الأوراق المالية لسيطرة أو هيمنة المتعاملين في السوق ، فإن معظم المضاربين ( traders ) في الأوراق المالية ليست لديهم القدرة الكافية للتأثير على الأسعار تأثيرًا محسوسًا ، أما المؤسسات القليلة ذات الحجم الكبير والتي لديها الإمكانيات والقدرة على التأثير في أسعار الأوراق المتعامل عليها في السوق فإنها تمنع أو يمتنع عليها ذلك بمقتضى بعض القوانين كالقانون ( الأمريكي ) والذي يمنع التلاعب أو التأثير في الأسعار ( على الرغم من أنها تفعل ذلك أحيانًا وتتسبب في تغيير المسار السعري إلا أن تأثيرها وقتيًا ) ، وهذا ما يتعلق بالشرط الثاني .

أما فيما يتعلق بالشرط الثالث وهو أكثر الشروط حساسية وأهمية وهو أن يسود السوق ما يقرب من التوازن الدائم ، فإنه إذا قامت السوق بدورها كاملًا فسوف تكون في حالة ما يسمى بالتوازن المستمر ( Continuous equilibrium ) وهذا التوازن ليس

---

( ١ ) أما من حيث إتاحة المعلومات مجانًا ، فإن أنباء الاقتصاد والأعمال يتم استخلاصها بطريقة عشوائية ، وتتنافس المراكز المتخصصة في بث الأنباء ونشر المعلومات ودفعها إلى الصحافة وتبذل غاية جهدها لنشرها قبل غيرها ، وفور انطلاق هذه الأنباء وتطايرها من خلال الصحف المالية والتي تباع في كل أنحاء العالم ، والمكتبات العامة تصبح الكتب التي تنشرها المراكز المالية المختلفة وإعلانات الراديو والتليفزيون متاحة للمساهمين ، وليس هناك ثمة تلكأ ( Lag ) في نشر هذه الأنباء وتلك المعلومات على الفور ، أما أن تكون بتكلفة صفرية فهذا الأمر ما زال بعيدًا عن الواقع .

توازنًا ساكنًا ( Static equilibrium ) ؛ لأنه يتغير تغيرًا مستمرًا فكلما تطايرت أنباء جديدة تغيرت القيم الذاتية للأوراق المالية واتجهت القيم السوقية في مسار جديد تفاعلًا مع المعلومات التي يتلقفها المستثمرون ، ولهذا يقول « بول ساميلسون » ( Paul Samuelson ) الحائز على جائزة نوبل والذي طور مفهوم التوازن المستمر : « إن هذا التوازن يوجد عندما يتذبذب سعر السوق وقيمة الورقة سويًا وعشوائيًا بطريقة ما بحيث تتساوى القيمتان بعد مرور بعض الوقت ، والذي يحدد مدى كفاءة السوق هو السرعة التي تتجه معها القيمة السوقية نحو القيمة الذاتية ، والسوق كامل الكفاءة يكون في حالة توازن مستمر ، بمعنى أن القيم السوقية تكون في حالة تساوي مع القيمة الذاتية في جميع الأوقات » .

فإذا ما وجد ثمة اختلال ( Disequilibrium ) ولو كان ذا طبيعة وقتية كانت السوق في درجة أقل من السوق كاملة الكفاءة وسوف تختلف الأسعار عن القيم الذاتية ، ولما كانت أسواق الأوراق المالية ليست في حالة توازن مستمر فإن ميكانيزم السوق على الوجه المتقدم هي نموذج اقتصادي في مقابلة النموذج الذي يعتمد على التحليل الفني .

( Securities market are not in continuous equilibirium. However, .The market mechanism described above is an economic model against which the model that appears to underlie technical analysis ) [1] .

وعلى الرغم من الاختلافات بين المحللين الفنيين والمحليين الأصوليين فإن ثمة مشكلة قائمة فعلًا ، وهي أنه من المستحيل أن تحدد بدقة القيمة الذاتية لأحد الأسهم العادية بسبب تطوير الأصوليين المستمر لنماذج استخراج القيم الذاتية للأوراق المالية ، ومن هنا فليس هناك تقدير للقيم الذاتية ليكون موضع اتفاق للمقارنة بأسعار السوق .

( There is no generally accepted and observable intrinsic value estimate to compare with the stocks market price ) .

والمحللون الفنيون يصرحون أن أسعار الأسهم لا تتقلب بطريقة عشوائية :

( Technical analysts claim that stock prices do not fluctuate in this random manner ) .

---

( ١ ) Jack Clark Francis, Managemat of Investment P. 64 - 910. Second ed. Mc. Graw - Hill International Editions.

ويبين من هذا العرض وجه الخلاف بين الأصوليين والفنيين ، وقد سبق لنا أن تناولنا وجهة نظر الفنيين ونظريتهم بشيء من التمحيص بما يغنينا عن التكرار في هذه المسألة .

وإذا كنا قد انتهينا فيما تقدم إلى أن هناك دائمًا قيمة حقيقية ( Actual value ) أو ذاتية ( Intrinsic Value ) للورقة المالية ، وأن حركة الأسعار في الأسواق على اختلاف درجة كفاءتها تدور مع هذه القيمة صعودًا وهبوطًا ونادرًا ما تلتقي معها ، وأن السوق في مجموعها قد لا تتسم في أدائها بالرشد ( rationality ) قياسًا على الشروط المتعارف عليها عند الأصوليين ؛ فالسوق غالبًا ما تسلك مسلكًا مغايرًا للظروف المالية للمنشآت ، والظروف الاقتصادية للبلاد ، وفسر ذلك من جانب الفنيين بالأسواق أن الأمر يتعلق بمركز السوق من الناحية الفنية ، وأن الأساسيات المعتبرة عند الأصوليين لا يتم إغفالها تمامًا ، إلا أن نظرية المسار العشوائي وهي إحدى النظريات التي تعالج اتجاهات الأسعار تقدم تفسيرًا لحركة السوق يرفضه كثير من الكتاب الغربيين ولكننا نتقبله بقبول حسن .

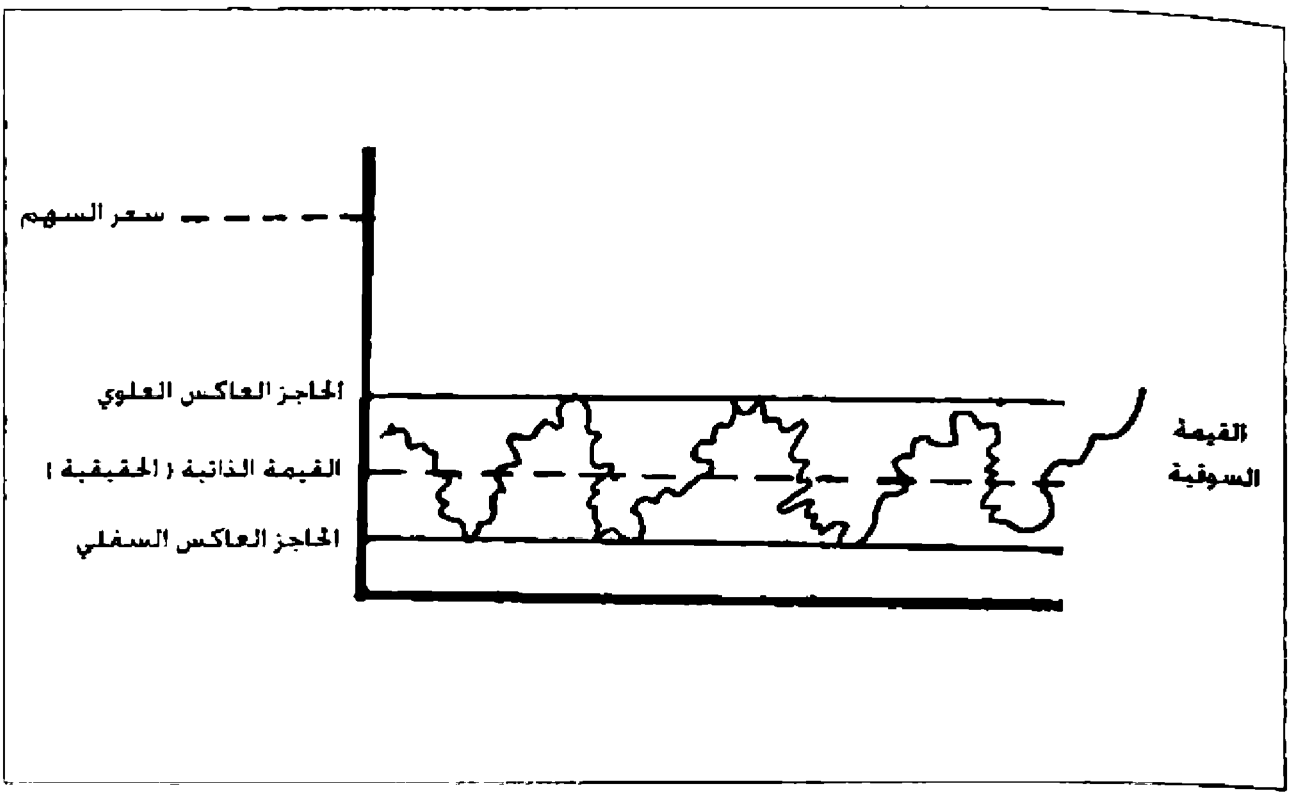
**نظرية المسار العشوائي**[1] **( Random walk Theory ) :**

تدور هذه النظرية والتي تعزى للاقتصادي الغربي كوتنر حول تفاعل القيمة الحقيقية والقيمة السوقية ، وتصور تقلب الأسعار في مسار عشوائي حول القيمة الذاتية وتكشف النظرية في براعة عن الحواجز العاكسة ( Reflecting Barriers ) من أعلى ومن أسفل .

وهذه الحواجز تحول دون تجاوز الأسعار لحد أعلى أو أدنى بفعل آليات السوق ما لم يكن هذا التجاوز نتيجة لانهيار السوق ؛ حيث تتدفق الأوامر في هيئة سيل عارم لا سبيل لهذه الحواجز إلى إيقافه كما حدث في أزمة كساد ( ١٩٢٩م ) ، وكذلك أحداث الانهيار التي شهدتها الأسواق العالمية في أكتوبر ( ١٩٨٧م ) .

---

(١) بحث د. سيف الدين إبراهيم تاج الدين ، الاستثمار وسوق الأوراق المالية من منظور إسلامي ، الأمانة العامة لجامعة الدول العربية ، الإدارة العامة للشؤون الاقتصادية .




ووفقًا لهذه النظرية فإن مرد تلك التقلبات والذبذبات في أسعار الأوراق المالية هو السلوك الذي لا يتسم بالرشد من جانب غالبية المستثمرين ، بينما يؤدي تدخل المحترفين إلى وضع الحواجز العاكسة سالفة الذكر والتي تحول دون ابتعاد السعر كثيرًا عن القيمة الحقيقية للأوراق المالية ، وسوف نعرض فيما بعد لدور هؤلاء المحترفين في السوق واستعدادهم دائمًا للبيع والشراء كلما أتيحت لهم فرصة الحصول على هامش ضيق من الأرباح يمثل الفرق بين سعر البيع والشراء .

وقد توسع بروفيسور ساميلسون - الاقتصادي الأمريكي المشهور - في نظرية المسار العشوائي فأدخل مفهومًا جديدًا على نظرية كوتنر هو التقلب الكفء ( Efficient Fluctutation ) لأسعار الأسهم [1] ، ومضمون نظرية ساميلسون أن القيمة الاقتصادية للسهم ليست قيمة مستقرة كما نجدها في نظرية كوتنر وإنما هي قيمة متقلبة ، فتتغير بتغير الظروف الإنتاجية للشركات ، ولذلك فإن شروط الكفاءة عنده لسوق الأوراق المالية شرط ديناميكي ( Dynamic ) وليس شرطًا ستاتيكيًا ( Static ) سالبًا أو مستقرًا ، وهو ما يعني أن سوق الأوراق المالية الكفء هو الذي تتقلب فيه الأسعار ، وتتذبذب

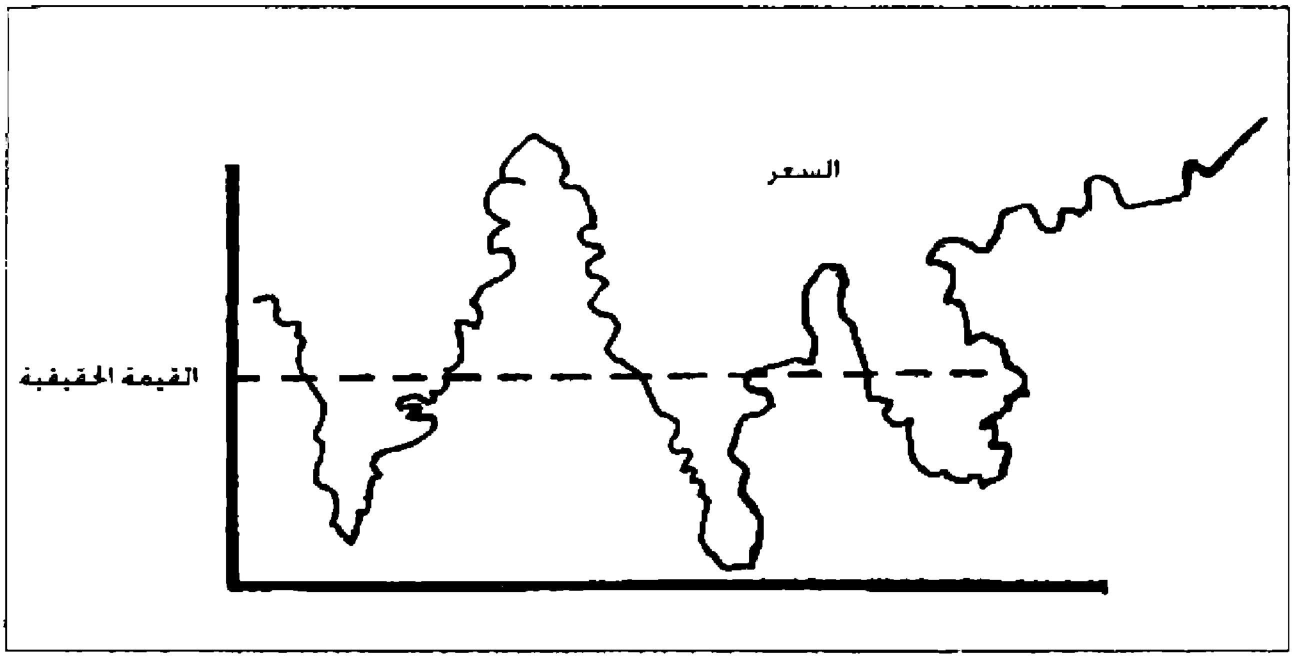
(١) تم الاعتماد بصفة أساسية في دراسة المسار العشوائي على البحث السابق ، للدكتور سيف الدين إبراهيم تاج الدين .

لتتطابق في جميع الأوقات مع القيم الاقتصادية في تغيرها وتقلبها .

وليس من شك أن هذه الإضافة من جانب البروفيسور ساميلسون تزيد من تعقد المشكلة وتضيف عبئًا جديدًا على المحترفين لكي يحسنوا متابعة وتقويم الأنباء الاقتصادية المتغيرة والمتجددة .

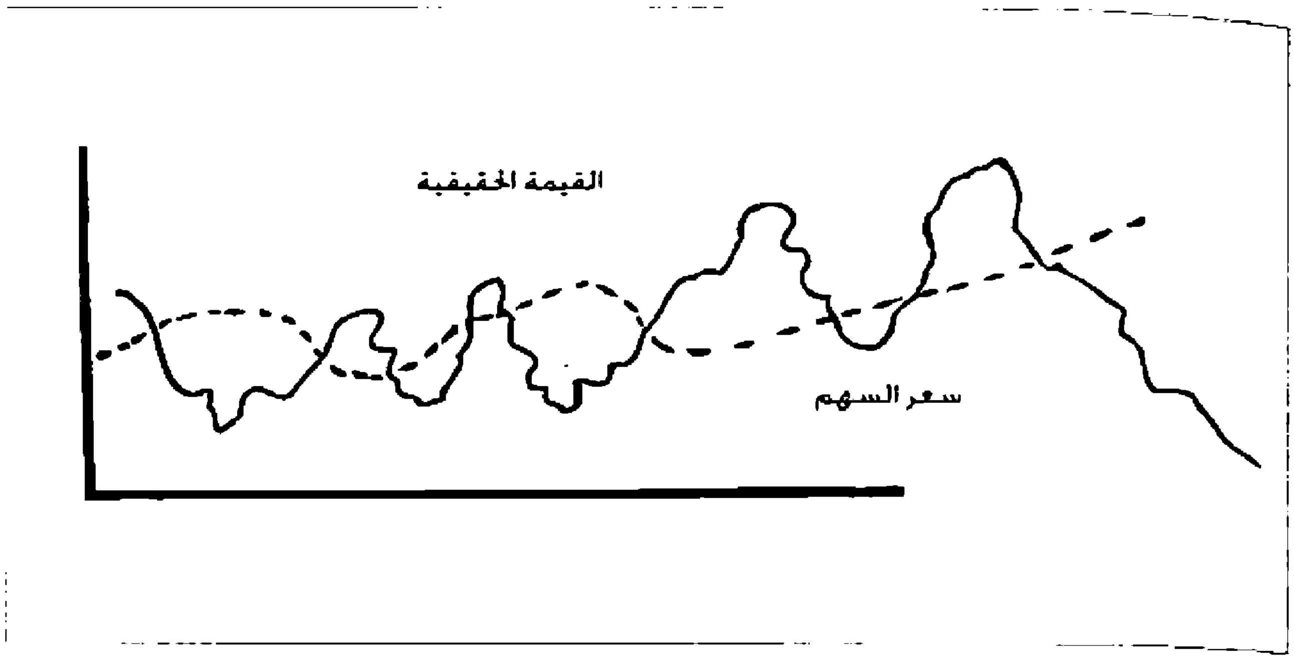
وليس من المتصور أن يكون بمقدور كل المحترفين غربلة المعلومات والتثبت ، منها وقد يسيئون التقدير مبالغة منهم أو توهمًا ، ولا شك أن إصابة الهدف المتحرك تحركًا عشوائيًا أصعب بكثير من إصابة الهدف الساكن أو المتحرك تحركًا منضبطًا .

وذلك يعني أن درجة التبعثر العشوائي حول النقاط المتغيرة عشوائيًا ستكون أكبر بكثير من درجته حول النقاط الساكنة أو المتغيرة تغيرًا منتظمًا وهو ما يبين من الأشكال التالية :



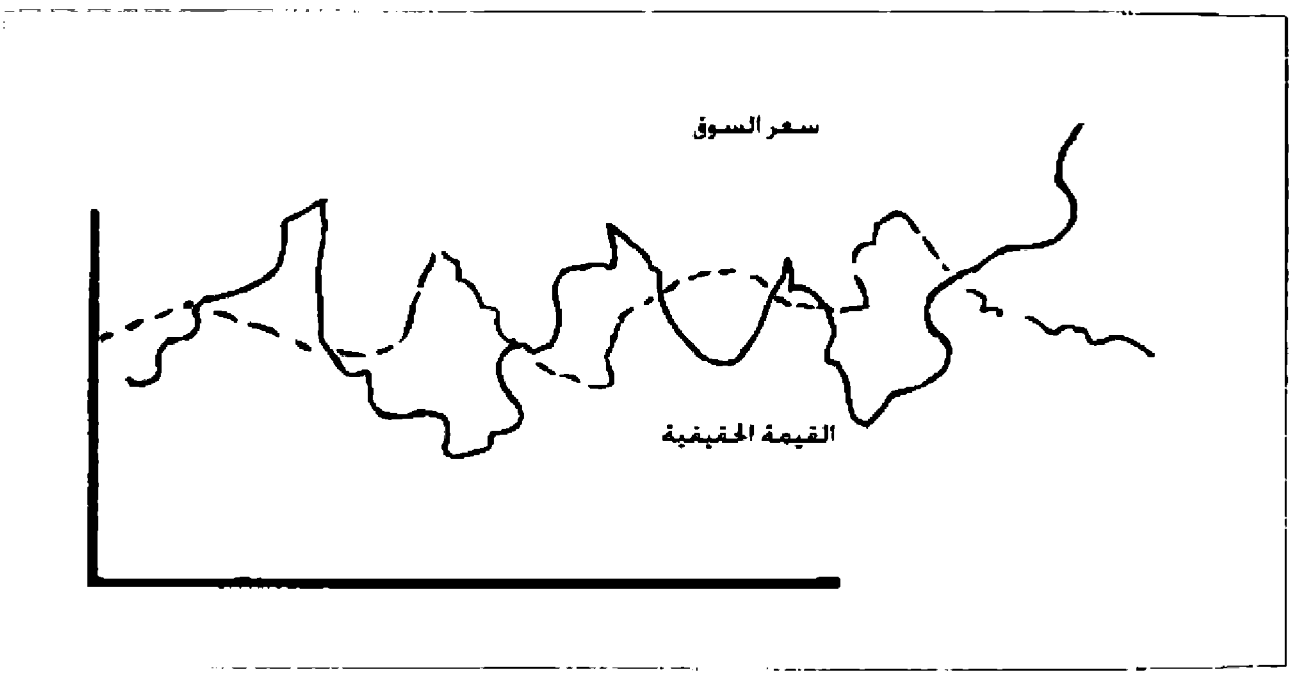

**الشكل رقم ( ١٢ )**

**تقلب عشوائي حول قيمة ساكنة**




**الشكل رقم ( ٣ ب )**

**تقلب عشوائي حول قيمة متغيرة تغيرًا منتظمًا بسبب موسمية الإنتاج**




**الشكل رقم ( ٣ ج )**

**تقلب عشوائي حول قيمة متغيرة عشوائيًا**

ونظرية التقلب الكفء التي أخذ بها ساميلسون هي التي مثلنا لها بالشكل ( ج ) ؛ حيث تتغير القيمة الاقتصادية للسهم تغيرًا عشوائيًا بينما تتغير أسعار السوق الفعلية بصورة أكثر عشوائية حول هذه القيم ، ويمكن اعتبار هذه الظاهرة نتاج الانتقال المستمر للحواجز العاكسة ( العليا والسفلى ) بطريقة عشوائية ، ولذلك تعتبر هذه النظرية امتدادًا لنظرية كوتنر ، أما الحالة الثانية التي مثلنا لها بالشكل ( ب ) فهي حالة خاصة تم إدخالها لنشير بها إلى تقلب القيم الاقتصادية الناتجة بسبب عوامل متكررة وبصورة منتظمة بحيث يمكن التنبؤ بها مثل التقلبات الموسمية لبعض أنواع الإنتاج خلال العام .

ولكن النمط الذي ينطبق على الأسواق الرأسمالية في عالمنا المعاصر هو الشكل ( ج ) وهو ما تؤكده بعض الدراسات التي أثبتت أن التقلبات العشوائية التي تتم بين يوم وآخر مستقلة تمامًا عن بعضها البعض [١] ؛ حيث إن المستوى العام لأسعار الأمس لا يفسر أكثر من ( ١,٥٪ ) من أسعار اليوم .

إذن يثور التساؤل على تلك المعلومات التي تؤدي إلى مثل هذه الذبذبات ، فإن كان ذلك مرجعه إلى العرض والطلب ، فما هي إذن العوامل التي تؤدي إلى التأثير على أي منهما ؟ وبمعنى آخر ما هي إذن العوامل التي تؤدي إلى استفزاز عوامل الصعود والهبوط ؟

لا شك أن المعلومات والأنباء المنشورة في الصحف المالية والعامة وما تبثه وسائل الإعلام من إعلانات وما يتناقله الناس من إشاعات سواء كانت مبشرة أو منفرة لها أثر مباشر في تقلب أسعار السوق .

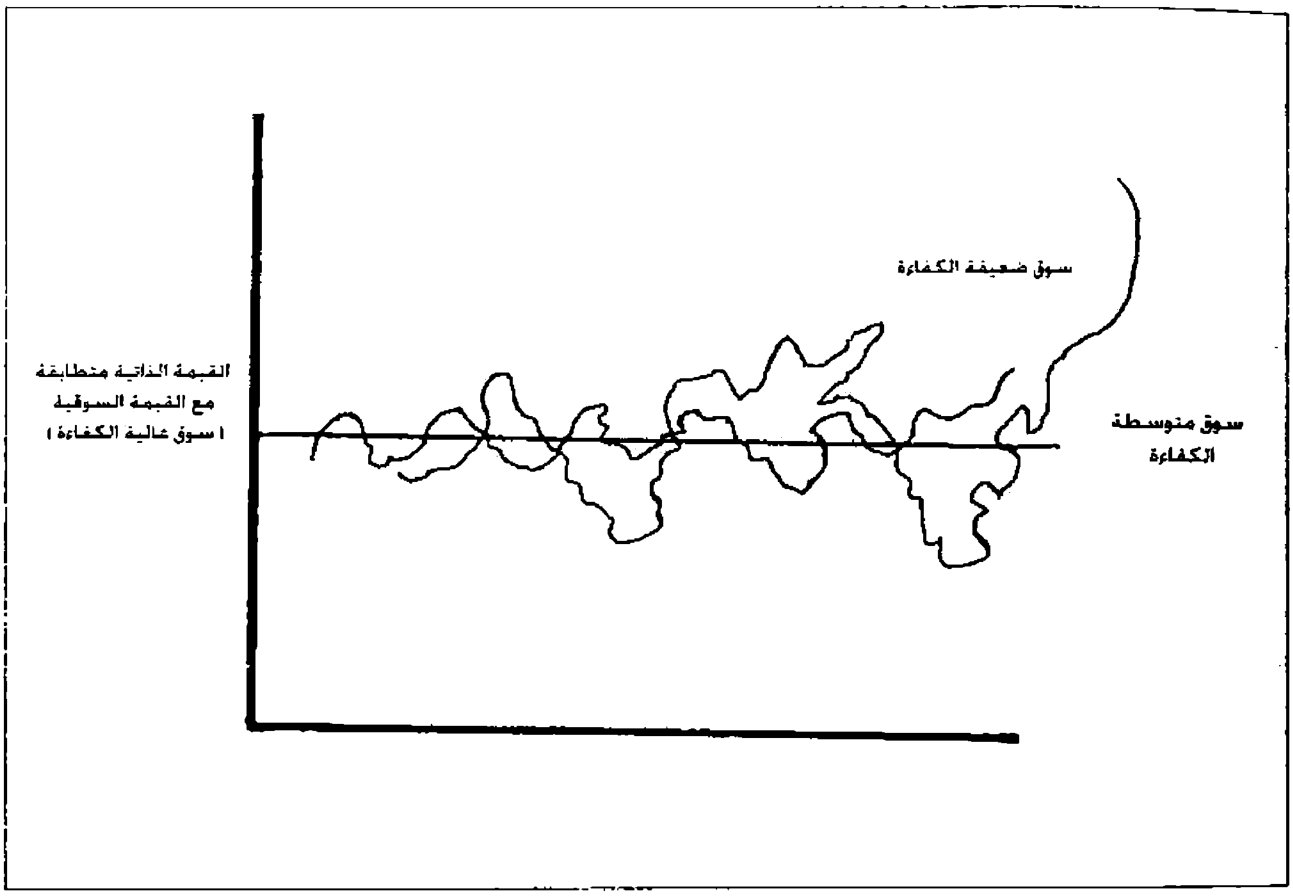
ومن أبرز المؤثرات في تلك الأسواق - على تباينها - حوادث المنازعات الصناعية والإضرابات المستديمة من جانب العمال ، وقرارات الاندماج أو تكوين الكارتيلات واتفاقات الأثمان الاحتكارية وغيرها من التطورات التي يتسم بها المجتمع الرأسمالي .

ويمتزج بهذه العوامل عوامل أخرى بعضها سيكولوجية وبعضها مضاربية بالمفهوم الغربي ؛ فالتوقع والحدس والتخمين والانتهازية والاستغلال واقتناص الفرص والتعلق بالأوهام فضلًا عن عوامل أخرى تتضامن جميعًا في توتر السوق وعصبيته .

---

( ١ ) There is enough evidence historically of the validity of the random walk hypothesis that prices are independent and unpredictable, at least in the short time, however in the long run, economic and trend analysis helps to determine the future direction. The predictive function of economic - Value analysis lessens the impact of the randan walk hypothesis and makes charting only an avocatinal and academic subject in making real investment directions. ( Fredrick Amling, op. cit. P. 560 ) .

## تقلب الأسعار باختلاف درجات الكفاءة
## في الأسواق ضعيفة الكفاءة تتقلب الأسعار صعودًا وهبوطًا بفارق كبير عن قيمتها



**المؤشرات المستخدمة في أسواق الأوراق المالية العالمية لقياس حركة السوق واتجاهات الأسعار :**

تقاس حركة واتجاهات الأسعار في أسواق الأوراق المالية من خلال المؤشرات والمتوسطات ( indexes and averages ) والتي يتكون كل منها من مجموعة من الشركات والتي يفترض فيها أنها تعكس السوق جميعه .

ومن أهم هذه المؤشرات ذائعة الصيت والشهرة في الولايات المتحدة الأمريكية مؤشرات داوجونز ( Dow Jones Averages ) والتي تم اختيار مكوناتها على أساس تاريخي باعتبارها ممثلة للسوق في مجموعه ، وأما المؤشر الآخر الذي ينافس مؤشرات داوجونز في الأهمية فهو مؤشر ( Standard & Poor's 500 index ) والذي تم بناؤه على أساس ترجيحي ( Weighted index construction ) أي باستخدام الأوزان لترجيح الأسعار فيما يطلق عليه المتوسط المرجح ( Weighted Average ) .

ويفترض في حالة اتجاه المؤشر أو المتوسط إلى الصعود أن تكون السوق في مجموعها متجهة إلى الصعود ، وبوسع أي باحث أن يقوم بحساب الحركة اليومية لسوق الأسهم من خلال قسمة مجموع القيم السوقية للأسهم المتعامل عليها كل يوم على مجموع أسهم هذه الشركات ، وبهذا فإنه يمكن استخراج سعر مرجح للأسهم المتعامل عليها فضلًا عن التعرف على حالة السوق واتجاهاته التي يعكسها هذا المؤشر وكثيرًا ما يفضل مؤشر ( S&P index ) بل ويعتبر - عند كثير من محللي السوق - متفوقًا على غيره من المتوسطات إلا أن هذه المزية ليست مطلقة ، ذلك أن حساب المتوسط وفقًا لهذا الأسلوب يستنزف الكثير من الجهد والوقت والمال فضلًا عما يوجه إليه من نقد أنه لا يتسم بالدقة اللازمة لأغراض المقارنة ؛ وذلك لأن الأسهم التي يتم التعامل عليها في يوم ما ليست هي بالضرورة ذات الأسهم التي يتم التعامل عليها في يوم تال ؛ الأمر الذي يؤدي إلى تضاؤل فرص التماثل .

**مؤشرات داو جونز :**

تعتبر مؤشرات داوجونز من أقدم المؤشرات وأكثرها شهرة ، حتى لقد صار تداول هذه المؤشرات على ألسنة العوام كسائر الكلام ، ولذلك لم يكن مستغربًا أن نسمع رجل الشارع في مصر يتحدث عن الانهيار الذي سجله مؤشر داو جونز في نيويورك

وهو يتابع بين لحظة وأخرى ما تنقله الصحافة العالمية والإذاعة المرئية ، عن تفاصيل الأعاصير التي اجتاحت الأسواق العالمية في أكتوبر ( ١٩٨٧م ) .

وترجع شعبية هذه النظرية إلى ارتباطها بأكثر الصحف المالية العالمية ذيوعًا وانتشارًا ؛ فقد كان شارلز داو صاحب النظرية هو المحرر الأول لصحيفة وول ستريت بعد خبرة اكتسبها في البورصات العالمية من خلال عمله كوسيط ( Broker ) [١] .

وإذا كان صاحب النظرية قد وافته المنية بعد عامين فقط من تقديمها ، أي سنة ( ١٩٠١م ) فإن النظرية قد تم تطويرها من جانب بعض الباحثين والدارسين للسوق والذين قاموا بتصحيح بعض الأخطاء التي تضمنتها ، وأبرزهم ( W.P. Hamilton ) المحرر أيضًا بصحيفة وول ستريت [٢] .

ومن المعروف لدى المتخصصين والدارسين أن عدد مؤشرات داو جونز أربعة ، وكل مؤشر منها يمثل قطاعًا عريضًا باستثناء المؤشر الرابع والذي يمثل السوق في مجموعه ، وذلك يمكن توضيحه على الوجه التالي :

١ - مؤشر داو جونز الصناعي ( Dow Jones Ind Average ( DJIA ) ) ويتكون من ( ٣٠ ) شركة ويغطي قطاعًا عريضًا من الصناعات .

٢ - مؤشر داو جونز لوسائل النقل ( Dowjones Transportation Average ( DJTA ) ) ويتكون من ( ٢٠ ) شركة من بينها ست شركات للخطوط الجوية .

٣ - مؤشر داو جونز للمرافق ( Dow Jones Utility Average ( DJUA ) ) ويتكون من خمس عشرة شركة خاصة بالمرافق كشركات الغاز والكهرباء [٣] .

٤ - مؤشر داو جونز المركب ( Dow Jones composite Average ) ويتكون من ( ٦٥ ) شركة هي مجموع الشركات التي تتضمنها المؤشرات السابقة ؛ فهو مؤشر مركب وجامع ويمثل في مجموعه السوق ككل ، وتعتبر الشركات التي يتضمنها هذا المؤشر شركات قائدة ، تم اختيارها على أساس تاريخي ودونما التفات إلى أية أوزان ترجيحية [٤] .

---

( ١ ) Charles Amos Dice & Eiteman op. cit. p. 354.

( ٢ ) Jbid P. 354.

( ٣ ) Fredrick Amling. Op. cit. pp. 528 - 530.

( ٤ ) john o. Clendenin, introduction to investment 3 rd ed 1960.

**نظرية داو جونز ( Dow Jones Theory ) :**

أما عن نظرية داو جونز نفسها فهي من أقدم النظريات وأكثرها اتباعًا في زماننا المعاصر وقبولًا من حيث تفسيرها لسلوك السوق من الناحية الفنية .

وتقوم نظرية داو جونز على أساس أن سوق الأسهم هو البارومتر الذي يمكن من خلاله قياس الوضع الاقتصادي ، والغرض من هذه النظرية ليس هو التنبؤ بحركة أسعار الأوراق المالية ، وإنما التنبؤ بالدورات الاقتصادية أو الحركات التي تشير إلى الكساد والانتعاش .

( Forecast the purpose of the theory not to predict movements of security business cycle or the larger movements of but to depression and prosperity )[(١)].

وبعبارة أخرى فإن المتنبئ الذي يستخدم نظرية داو جونز إنما يحاول أن يسجل التغيرات في المد والجزر الاقتصادي من خلال دراسة الموجات الدورية .

ولعله من المفيد هنا أن نثبت ما قرره الفنيون ومصممو خرائط الأسواق أن الغرض من نظرية داو جونز ليس فقط إثبات موقف السوق في لحظة ما وإنما إلى أين يمضي كذلك :

( The Dow theory's purpose is to determine where the market is, and it also indicates where the market is going )[(٢)].

وأساس هذه النظرية متوسطات حركة الأسعار للشركات الصناعية وشركات النقل ، أما حركة السوق فتنظمها وفقًا لهذه النظرية ثلاثة تقسيمات رئيسية :

**أولًا** : الحركة الأولية : ( Primary movement ) .

**ثانيًا** : الحركة الثانوية : ( Secondary movent ) .

**ثالثًا** : التقلبات اليومية : ( Day - to - day fluctuations ) .

أما بالنسبة للحركة الأولية فهي تعبر عن اتجاه السوق سواء كان صعوديًا ( Bullish ) أو كان نزوليًا ( Bearish ) وتستمر الحركة الأولية من سنة إلى سنتين أو يزيد وفقًا للنظرية ، وإذا ما كان السوق ذا اتجاه نزولي فقد ثبت تاريخيًا لدى أصحاب هذه النظرية أنها تستمر فترة أقصر من الأسواق الصعودية ، وتعتبر الحركة الأولية أو ما يسمى باتجاه

---

( ١ ) Jack clark Francis, Management of investment, Mc Graw Hill interational editions.

( ٢ ) Frdrick amling, op. cit. P. 551.

السوق ( Trend of the market ) الهدف الأساسي من النظرية .

أما الحركة الثانوية للسوق فمدتها أقصر من الحركة الأولية بل ومضادة لها في الاتجاه ، وتستمر هذه الحركة عادة من ثلاثة أسابيع إلى ثلاثة أشهر ، ويعقب ذلك استعادة السوق لأوضاعه بمعنى استعادة الأسعار بنسبة الثلث إلى الثلثين ، والتي سبق لها أن صعدت في ظل سوق « صاعد » أو هبطت في ظل سوق هابط ، وغالبًا ما تنتهي الحركات الثانوية بفتور في نشاط السوق ، ويسميها البعض حركات تصحيحية [1] ( Dullness in the market activity ) .

أما التقلبات اليومية ( Day - to - day fluctuations ) فهي ليست جزء من تفسير النظرية في سلوك السوق ؛ بل ولا معنى لها في النظرية حتى لقد ذهب البعض إلى أنه في الخرائط التي يستخدمها الفنيون والمعروفة بـ ( point and figure charts (PFC) ) أن السعر قد ينتقل من عمود إلى آخر ، ثم إلى آخر في خلال عشر دقائق ، بينما قد لا ينتقل الـ (PFC) إلى عمود جديد لمدة عشر سنوات ، وهذا يشير إلى أن التقلبات العشوائية الطفيفة التي تتم من يوم لآخر قد لا تظهر كلية في هذه الخرائط ، ولو استمرت لمدة عشر سنوات .

( A ten minute period in which the direction of the price made two significant reversals would generate two new columns on a PFC. If the price did not make a significant reversal during a decade, however, then the PVC would not move on to a new Column For ten years ) [2] .

وقد يكون من المفيد أن نعرض لثلاثة نماذج من خرائط الفنيين والتي تحدد التقسيمات الرئيسية الثلاثة التي تقوم عليها نظرية داو جونز لتبيان وجه التباين بينهم [3] .

وكما يبين من الرسم فقد حرص بعض الفنيين على تصوير الحركات الثلاث بالبحر من حيث المد والجزر والموجات ، والموجات القصيرة السريعة .

أما المد أو اتجاه السوق أو ما يسمى بالحركة الأولية فيمثله الشكل رقم ( ٧ ) ، وأما الحركات الثانوية فجاء تمثيلها في شكل موجات تمثل التغيرات في الأمد القصير كما

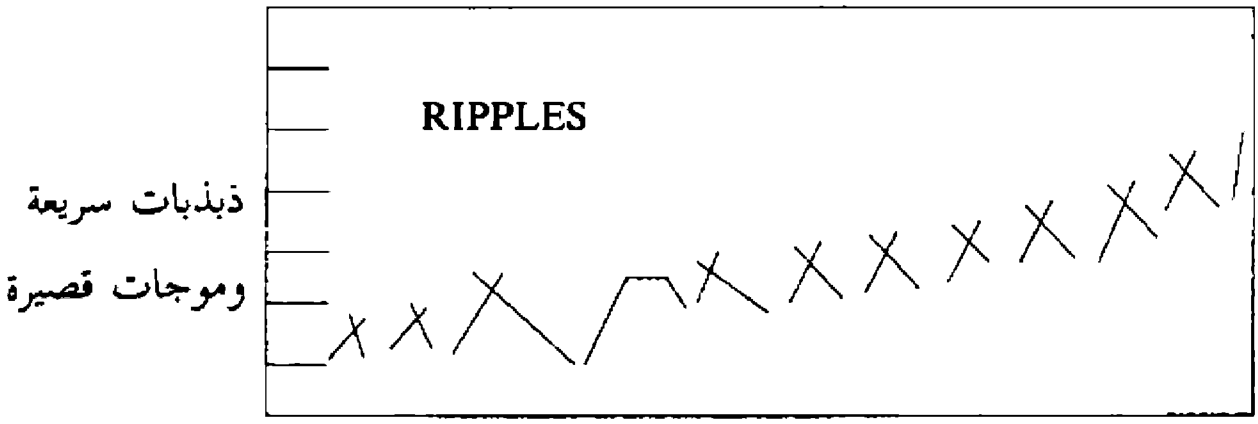
---

( ١ ) Jack clark Francis op. cit. P. 584.

( ٢ ) IBID, P, 590.

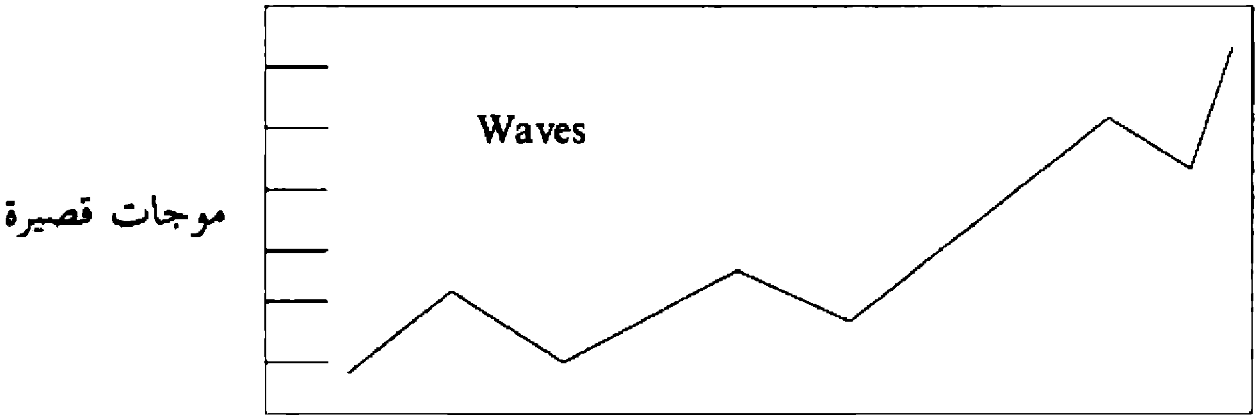
( ٣ ) Charles Amos Dice op. cit. P, 355.

يبين من الشكل السادس ، وأما التقلبات اليومية والتي قد تتلاشى عند إبراز خط الاتجاه العام فجاءت على شكل موجات قصيرة جدًّا كما يتبين من الشكل الخامس .



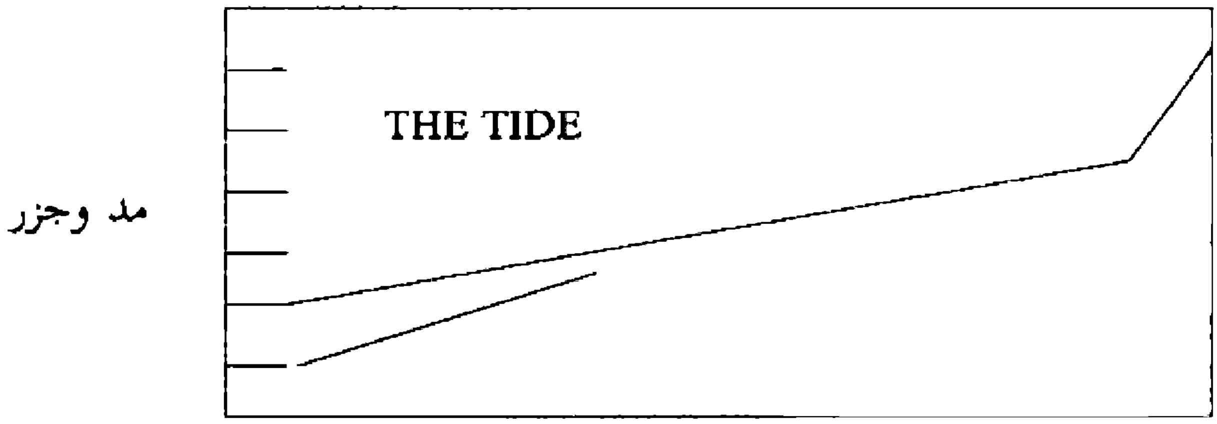

**الشكل رقم ( ٥ )**

**ويوضح التقلبات اليومية للأسعار**




**الشكل رقم ( ٦ )**

**ويبين حركة المؤشر في الفترات القصيرة وهي الحركة الثانوية**



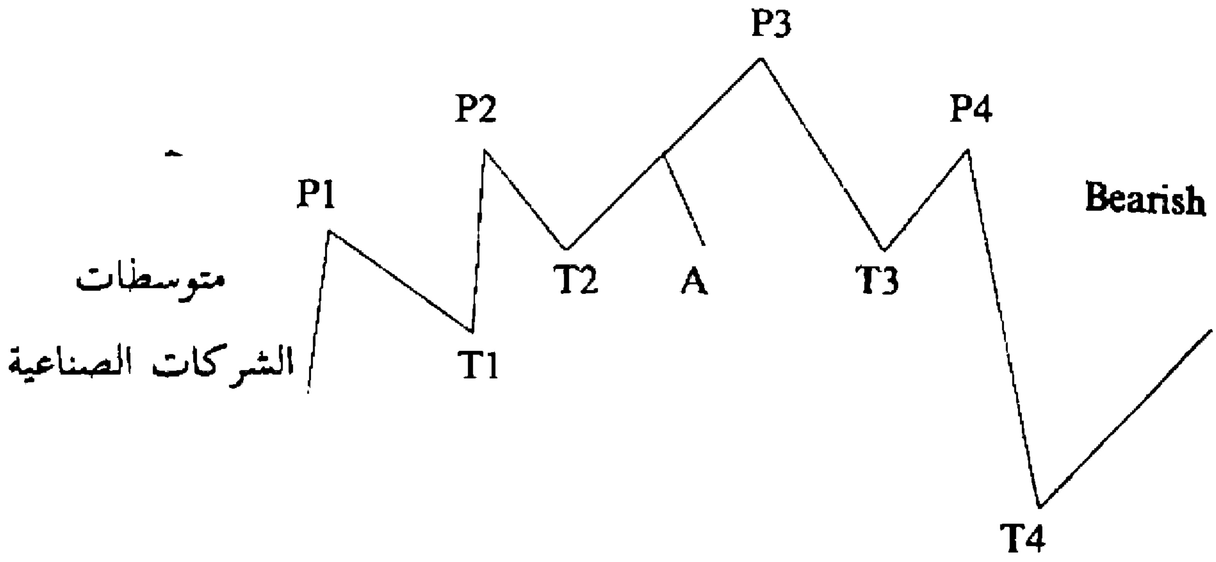

**الشكل رقم ( ٧ )**

**الحركة الأولية لمؤشر داو جونز في الفترة الطويلة**

**كيفية استخدام النظرية وتحديد اتجاه السوق :**

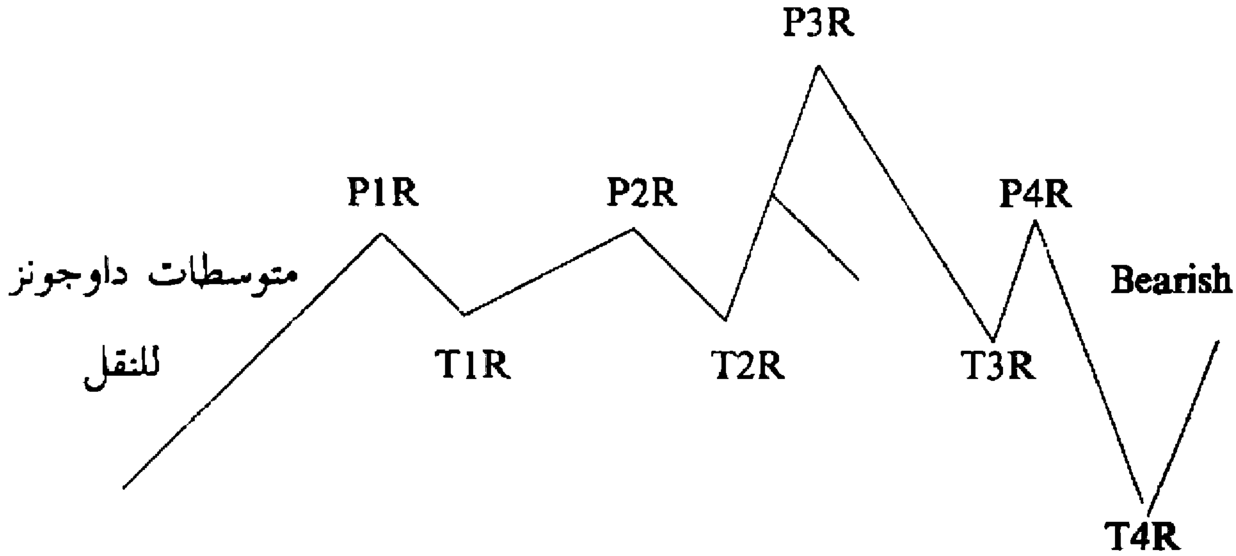
في الرسم التالي :

بافتراض أن «P» ترمز إلى القمة ( Peak ) وأن «T» ترمز إلى القاع ( Trough ) ؛ وأن «AR» ، «A» نقط التعزيز لسوق صاعدة .




**شكل رقم ( ٨ )**

**مؤشرات داو جونز وتحديد اتجاهات الأسعار ( ١ )**




بإمعان النظر في الشكل الأول والخاص بالشركات الصناعية فإنه حتى يتأكد لنا إن كان الاتجاه صعوديًا أو نزوليًا فإنه يتعين تعزيزه بالشكل الثاني والخاص بمتوسطات شركات النقل ، وهذان الشكلان يكشفان عن الكيفية التي تستخدم بها النظرية .

نلاحظ أن اتجاه السوق من ( p1 ) إلى ( p3 ) صعوديًا ، وتفصيل ذلك أن ( p2 ) ،

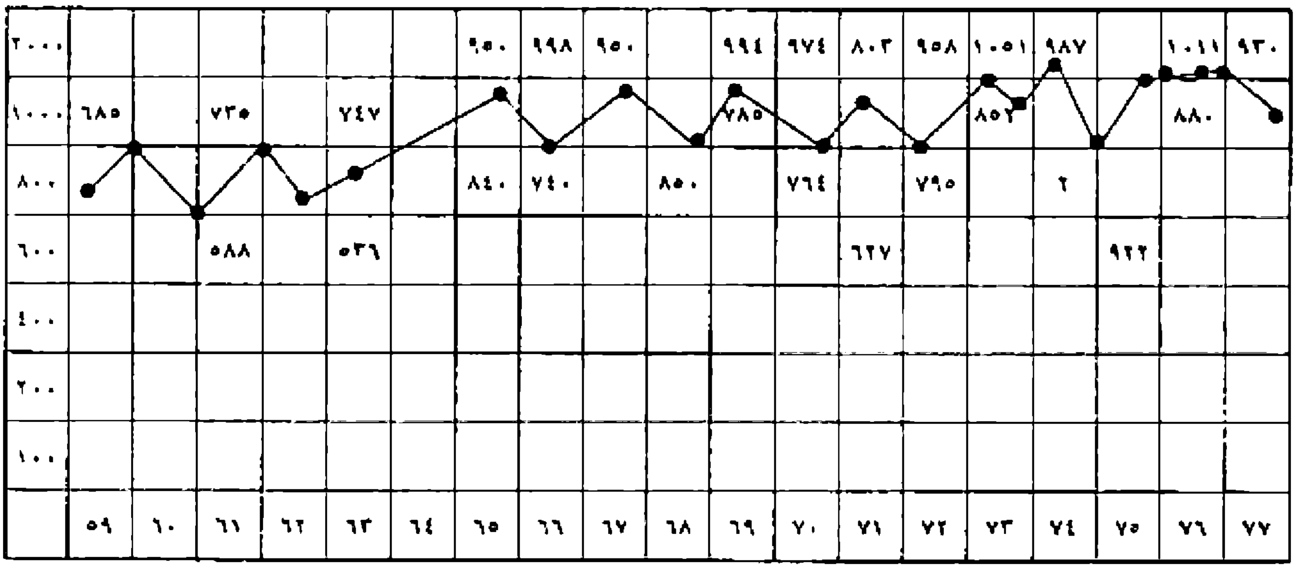
أعلى من ( p1 ) ، ( p3 ) أعلى من ( p2 ) وكذلك لأن ( T2 ) أعلى من ( T1 ) ، ( T3 ) أعلى من ( T2 ) الأمر الذي يعني أن الاتجاه يكون صعوديًا إذا اتجهت كل قمة إلى الارتفاع عن القمة التي سبقتها وارتفع القاع عن القاع الذي سبقه ، ثم يأتي دور التعزيز ، إذ تعزز متوسطات شركات النقل متوسطات الشركات الصناعية ؛ فنلاحظ أن ( T4 ) في الشكل الأول أكثر انخفاضًا من ( T3 ) ، وحينما نطابق ذلك مع القاعات متتالية الانخفاض في متوسطات النقل سوف نجد تعزيزًا لسوق هابطة مع اتجاه السوق نحو الانخفاض .

إلا أن لدينا مشكلتان لتحديد اتجاهات السوق في مؤشرات داو جونز :

الأولى أنه ليس حتمًا أن تتجه المتوسطات في اتجاه واحد ؛ الأمر الذي يتعذر معه التعزيز ، فالشركات الصناعية لا تخضع دائمًا لنفس المؤشرات والقوى التي تخضع لها شركات النقل ، فقد تلجأ القوى التي تتعامل على أسهم السكك الحديدية إلى قهر السعر ، وعلى النقيض من ذلك قد يلجأ المتعاملون على أسهم الشركات الصناعية إلى تصعيد السعر .

وفضلًا عن ذلك فإن تعزيز السوق لا يتسنى التوصل إليه حتى بعد الزيادة أو الانخفاض ، وفي الشكل المتقدم فإن نقطة التعزيز هي ( A ، AR ) وحتى وصول هذه النقطة فإن أصحاب نظرية داو لا يستطيعون الجزم بكون السوق صعوديًا أو نزوليًا .

وتطبيقًا لما تقدم نعرض هنا للاتجاه الحقيقي للسوق الأمريكية خلال الفترة من ( ٥٩ ) إلى ( ٧٧ ) وفقًا لمؤشر داو جونز الصناعي ونظريته .




تحديد اتجاه السوق الأمريكية باستخدام مؤشرات داو جونز ( مرجع سابق ) .

هذا الشكل مقتبس من كتاب ( Invesrment ) ، ( مرجع سابق ) .

نلاحظ أنه حينما اتجه السوق للهبوط إلى مستوى ( ٨٥٣ ) من مستواها غير المسبوق في عام ( ١٩٧٣م ) ، كان عليه أن يخترق مستوى ال ( ٧٩٠ ) قبل أن يتم تعزيز السوق ، وقد اعتبر بعض مصممي الخرائط مستوى ( ٨٥٠ - ٨٦٠ ) نقطة مقاومة ؛ حيث كان السوق في مرحلة ثانوية مع اتجاه السوق نحو الصعود ، وفي عام (١٩٧٤م ) بدأ السوق يتقدم إلى مستوى ( ٩٨٧ ) ، ولكن ذلك لم يكن بالقدر الكافي لكي يرتفع فوق ( ١٠٥١ ) وهذه علامة من علامات النزول ، في سنة ( ١٩٧٥م ) هبط المستوى إلى ( ٦٣٣ ) ليصل إلى ما هو أدنى من مستوى القاع السابق ، وهو ( ٨٥٣ ) معززًا اتجاه السوق اتجاهًا هبوطيًا ( Bearish Market ) .

وتفصيل ذلك أنه حينما ارتفع المؤشر إلى مستوى ( ٩٨٧ ) فكانت القمة أدنى من القمة التي قبلها ، وحينما انخفض هبط إلى مستوى أدنى من القاع فتعزز بذلك اتجاه السوق على أساس أنه سوق هابط ، وبصعود السوق إلى مستوى ( ٨٨٠ ) كان هذا المستوى أدنى من مستوى القمة السابقة وهي ( ٩٨٧ ) ، وهذا كان تعزيزًا آخر بأن السوق سوقًا هابطًا ، إلا أنه في عام ( ١٩٧٦م ) قفز السوق إلى ( ١٠١١ ) متخطيًا القمة السابقة مشيرًا إلى اتجاه صعودي ، إلا أنه انخفض بعد ذلك إلى مستوى ( ٩٣٠ ) لكنه لم ينخفض إلى مستوى القاع السابق ليظل محتفظًا بكونه سوقًا صعوديًا .

**مناطق المقاومة ووقف الاتجاه الرئيسي ( Resistence Areas ) :**

عندما يصل سعر السهم ( أو المؤشر ) إلى القمة ثم يتجه إلى الهبوط إلى أسفل فإن ما بعد القمة تسمى منطقة مقاومة ، وإذا ما تجاوز السعر القمة السابقة يقال إن السعر قام باختراق منطقة المقاومة ، وإذا اتجه السعر إلى الاندفاع إلى أعلى فإن هذه إشارة أو علامة لشراء الأسهم ؛ لأنه من المتوقع أن يستمر الصعود إلى أعلى ، وإذا اتجه السعر إلى الانخفاض عن القاع السابق فإنه من المتوقع أن يستمر في الانخفاض ، وهذه إشارة إلى البيع ، وجوهر فكرة المقاومة عند المحللين الفنيين هو استحباب الشراء حينما يصعد السعر بما يتجاوز قمته السابقة ، واستحباب البيع عندما يهبط السعر إلى ما دون القاع السابق ( Trough ) .

وتوضيحًا لما تقدم نعرض من خلال الشكلين التاليين ( ١٠ ، ١١ ) نموذجًا مبسطًا نستبين من خلاله كيفية تصميم المؤشر باستخدام النقط والحروف ( Point and Figure charts ) مع إبراز مناطق المقاومة التي أسلفنا الإشارة إليها .

Point and Figure Chart

| | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 39 | | | | | | | | | |
| 37 | x | | x | | | | | | |
| 35 | x | o | x | o | | | | | |
| 33 | x | o | x | o | | | | | |
| 31 | | o | | o | x | | | | |
| 29 | | | | o | | | | | |
| 27 | | | | | | | | | |
| 25 | | | | | | | | | |
| Price السعر | A | B | C | D | E | | | | |

الشكل رقم ( ١٠ ) يعد هذا الشكل صورة مبسطة للغاية لخرائط النقط والحروف ، والتي تفيد في تفسير حركة الأسعار في سوق الأسهم ، مقتبس من كتاب ( Investment ) .

| | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 47 | | | | | | | | | | | | Restistence مقاومة | | | | | |
| 45 | | | | | | | | | | | X | | X | | X | | |
| 43 | | | | | | | | | X | | X | O | X | O | X | O | |
| 41 | | | | | | | | | X | O | X | O | | O | | O | مقاومة |
| 39 | | | | | | | X | | X | O | | | | | | O | ضرورة |
| 37 | | | | | | | X | O | X | | | | | | | | البيع |
| 35 | | | مقاومة | | | | X | O | | | | | | | | | |
| 33 | X | | X | | X | | X | | | | | | | | | | |
| 31 | X | O | X | O | X | O | X | | وجوب الشراء | | | | | | | | |
| 29 | X | O | | O | | O | | | | | | | | | | | |
| 27 | | | مقاومة | | | | | | | | | | | | | | |

الشكل رقم ( ١١ ) يظهر مناطق المقاومة والتي تمثل حواجز علوية وسفلية ، وتشير هذه الخرائط إلى وجوب الشراء عندما تتجاوز القمة القمم التي قبلها أخذًا في الاعتبار أن السعر سيستمر في الصعود ، ويشير إلى وجوب البيع عند انخفاضه عن القيعان السابقة أخذًا في الاعتبار أن السعر سيواصل الانخفاض ( مقتبسة من كتاب Investment ) .

**كيفية تكوين المؤشر :**

يوضح الشكل رقم ( ١٠ ) الكيفية التي يجري بها احتساب النقط وإعداد الخرائط ، وعند النظر إلى الخريطة نلاحظ الأرقام جهة اليسار وهذه تمثل السعر ، وكل وحدة من المربعات ( Box ) تمثل نقطتين ، وفي الإمكان زيادتها إلى عشر ، وتساوي النقطة دولارًا واحدًا .

وبإمعان النظر في الشكل المتقدم نلاحظ أن السعر عند البدء ( The initial price ) كان ( ٣٣$ ) وتم إثبات ذلك بوضع ( x ) داخل العمود ( A ) أمام هذا الرقم وعندما تحرك السعر إلى أعلى ليصل إلى ( ٣٥ ) تم أيضًا وضع ( x ) داخل ذات العمود عند الرقم ( ٣٥ ) ، وطالما بقي السعر في الصعود فإنه يجري وضع الـ ( xs ) في داخل ذات العمود الرأسي ( Vertical Column ) وعندما ينخفض السعر إلى مستوى أدنى ، فإن مصمم الخريطة يسجل التغير بوضع ( O ) في العمود التالي ، وفي الحالة التي نحن بصددها تحرك السعر إلى ( ٣٥ ) ووضعت علامة ( O ) في العمود التالي ( B ) عند ( ٣٥ ) .

والجدير بالذكر هنا أنه لا محل للأزمنة عند الانتقال فيما بين الأعمدة ؛ حيث إن السعر يجري تسجيله على المحور الرأسي والاتجاه على المحور الأفقي ، وبصفة عامة فإن القواعد المبسطة التي يتبعها مصممو الخرائط ( Chartists ) هي وضع ( x ) على الخريطة عند ارتفاع السعر ووضع ( O ) عند هبوط السعر ، أما المربعات ( Boxs ) فيتم شغلها عند حصول تغير في السعر فقط ، ويجري البدء بعمود جديد في كل مرة ينقلب فيها اتجاه السعر .

**مؤشر ستاندرد آندبور ( Standard & poor's 500 index ) :**

خلافًا لمؤشر داو جونز الذي يجري احتسابه باستخدام المتوسط الحسابي أي بإهمال الأوزان ، فإن مؤشر ستاندرد آندبور هو مؤشر مرجح فيراعى في احتسابه الأوزان

الترجيحية فيظهر التغيرات النسبية في أوراق الشركات التي يشملها المؤشر مقارنة بسنة الأساس وهي ١٩٤١ - ٤٣ = ١٠ وبالنظر إلى صيغة = المؤشر وهي :

مج س١ ك١

―――― × ١٠

مج س ك

حيث س١ = السعر الجاري .

حيث س = سعر فترة الأساس .

حيث ك١ = كمية المقارنة .

حيث ك١ = كمية فترة الأساس .

فإنه بوسعنا القول إن هذا المؤشر يعتمد على القيم السوقية لفترتي المقارنة والأساس دون حاجة إلى توحيد الكميات ( الأوزان ) ولذا فهو يختلف عن مؤشري (Paasche & Laspegre) .

ويتكون مؤشر ستاندرد آندبور من خمسمائة شركة منها ( ٤٠٠ ) شركة تمثل ( ٨٥ ) مجموعة صناعية ، ( ٤٠ ) بنكًا تجاريًا وشركات تأمين وادخار وتمويل ، ( ٢٠ ) شركة نقل ، ( ٤٠ ) شركة للمرافق العامة .

كل مفردة من مفردات أسهم هذا المؤشر يجري ترجيحها بالأوزان ، الأمر الذي يبدو أثره على المؤشر بالنسبة لأهميتها النسبية [١] .

وهناك مجموعة أخرى من المؤشرات بعضها يتسم بالأهمية وبعضها موضع خلاف بين علماء التمويل والاستثمار ، نتناولها هنا وفق تصورنا لأهميتها ، مع الأخذ في الاعتبار أن هذه المؤشرات ليست حاسمة أو قاطعة في تصوراتها المستقبلية وإنما يستعان بها ولا يعول عليها وحدها ومن هذه المؤشرات .

**المؤشرات الاقتصادية** ( Economic indicators and the Stock Market ) :

لقد انتهى رأي السابقين إلى أن الاقتصاديات القوية تعد مطلبًا أساسيًا لأية شركة

---

( ١ ) Fredrick Amling, op. cit. p. 529, 530.

أو صناعة رابحة ( A Prequisite for a healthy and profitable industry or company ) ولذلك فإن مؤشرات الإنتاج الصناعي ، والناتج القومي الإجمالي Gross National product ( gnp ) والدخل القومي وتقديرات الدخل المتاح ( Disposable income estimates ) تعد من المؤشرات التي ينبغي على المستثمر أن يستعين بها للتعرف على اتجاهات السوق المستقبلية [١] .

ويستخدم النشاط الاقتصادي بصفة عامة كمؤشر لمستوى السوق ، ولو فرض أن ثمة تنبؤًا بتحسن الظروف الاقتصادية ، وتوقع زيادة محسوسة في معدلات الربحية للشركات الصناعية وغير الصناعية مع انخفاض أسعار الفائدة غير المصحوب بأية اتجاهات تضخمية ، فإن سوق الأوراق المالية ينبغي أن تتسم بالقوة ، وعلى خلاف ذلك إذا ما بدت أعراض اقتصاد مريض يعاني من تضخم جامح ومعدلات فائدة مرتفعة وبطالة متزايدة فإن السوق هنا تكون سوقًا ضعيفة وتأخذ الأسعار فيها اتجاهًا نزوليًا ( Bearish market ) لذلك لم يكن مستغربًا أن يتساءل الرئيس ريجان في دهشة بالغة – أثناء أحداث انهيار الأسواق العالمية – عن التوقعات التي تغيرت فجأة تجاه اقتصاديات الولايات المتحدة الأمريكية أو اقتصاديات العالم لكي تبرر انهيار أسعار الأسهم بنسبة ( ٣٦٪ ) عما كانت عليه منذ ثمانية أسابيع [٢] .

---

( ١ ) The more conventionl methods of estimating the market and determining its level are economic indicators.. neither is considered the panacea for all problems of prediction, They are considered aids to markets analysis not Dogma ( Fredric Amling op. cit. p. 539 ).

( ٢ ) The shares of ç companies traded on U.S. Exchanges had lost staggering & 190 Billion in value ( news week 26 - 10 - 87 ).

Mr Regan asked, what had suddenly changed in the out - look for the U.S. world economies to justify a 36% collapse in stock prices over eight weeks ( Financial times 21 - 10 - 1987 ).

إلا أن المحللين الماليين والاقتصاديين اعتبروا هذه الأحداث انعكاسًا للواقع الاقتصادي الأمريكي استنادًا على الآتي :

**أولًا** : أن الولايات المتحدة الأمريكية تحولت من أكبر دولة دائنة في العالم إلى أكبر دولة مدينة وقدرت صافي مديونياتها « في حينه » بحوالي ( ٢٥٠ ) إلى ( ٣٠٠ ) مليار دولار ، وتوقع الاقتصاديون أن يتجاوز رقم مديونياتها عام ( ١٩٩٢م ) ( ١٠٠٠ ) مليار دولار ، وما أعلنه الرئيس الأمريكي في أن مقابل كل دولار يكسبه المواطن الأمريكي فإنه ينفق دولار وربع الدولار .

**ثانيًا** : بلغ العجز في الميزانية الفيدرالية الأمريكية خلال السنة المالية ( ١٩٨٧م ) حوالي ( ١٤٨ ) مليار دولار .

**ثالثًا** : تفاقم العجز في الميزان التجاري إلى حوالي ( ١٥٦ ) مليار دولار عام ( ١٩٨١م ) مقابل ( ٣٦,٣ ) =

ومع هذا فإن المستثمر الذي يستخدم المؤشرات الاقتصادية كمرشد أو دليل ( Guide ) للتعرف على النشاط الاقتصادي يجب عليه اعتبار هذه المؤشرات أدوات تقريبية ( Rough tools ) لتحديد الاتجاهات المستقبلية كما يفترض أن المستثمر في تعامله بالبيع أو الشراء يراعي دائمًا النواحي الأصولية ( Fundamentals ) في تحليل الاستثمار ولا يثنيه عن ذلك التغيرات الوقتية والتقلبات العشوائية .

**البيع على المكشوف كمؤشر للسوق ( Short Sale as a market indicator ) :**

سبق منا التنويه في موضع سابق إلى أن حجم المعاملات التي تتم على المكشوف في الأسواق الغربية وخاصة الأمريكية تتراوح ما بين ( ٦٦ ، ٧٥٪ ) من إجمالي حجم المعاملات في هذه الأسواق ، وهي ظاهرة جديرة بلفت الأنظار إلى ماهيتها وتناولها بالتحوط والحذر نظرًا لخطورتها ، خاصة مع ما ثبت من محاكاة بعض المقلدين في البلاد النامية للفكر الغربي حتى ذهب بعضهم إلى القول أن البيع على المكشوف يعد شرطًا أساسيًا من شروط قيام سوق دائمة ومستمرة .

ويعتبر البيع على المكشوف من وجهة نظر المستخدمين لهذا المؤشر دليلًا على قوة السوق أو ضعفها فنيًا ، وتتضمن هذه البيوع اقتراض الأسهم المباعة والتي يتعين على البائع أن يسلمها في غضون أيام قليلة إلى المشتري بينما هو ليس مالكًا لها أصلًا بمعنى أنه يبيع ما ليس عنده ، ولا ما هو رهن تصرفه ، وذلك على أمل إعادة شراء الأوراق عند انخفاض أسعارها وإعادتها لمقترضيها ، وحيثما يتم التعاقد على البيع فهناك زيادة في عرض الأسهم في السوق تميل معها الأسعار إلى الانخفاض ، وشراء الأسهم بعد انخفاض أسعارها يؤدي إلى إعادة ارتفاعها .

---

=مليار دولار عام ( ١٩٨٠م ) ، وإعلان وزارة الخارجية الأمريكية أن رقم العجز في الميزان التجاري خلال شهر أغسطس ( ١٩٨٧م ) بلغ ( ١١ ) مليار دولار .

رابعًا : أدى التضخم الزاحف إلى اضطرار البنوك المركزية إلى زيادة أسعار الفائدة وبالتالي انخفاض عوائد الأوراق المالية وتحولت المنافسة لصالح الاستثمار النقدي بدأ التحول من سوق رأس المال إلى السوق النقدية .

خامسًا : أدى ارتفاع سعر الدولار إلى انخفاض نسبي محسوس في أسعار الواردات بالنسبة للأمريكيين مما شجع على زيادة طلبهم عليها ، ولذلك فإن زيادة سعر الصرف أدى إلى تقليص حجم الصادرات الأمريكية ونمو الواردات وزيادة العجز .

هذا عن الأسباب التي تتعلق بالناحية الاقتصادية والتي تساءل عنها الرئيس ريجان ، دراسة للباحث غير منشورة .

وأما عن أولئك الذين يستخدمون حجم البيع على المكشوف كمؤشر على قوة السوق أو ضعفه فنيًا فيرون أن زيادة المبيعات على المكشوف تشير إلى قوة السوق ، وانخفاض حجم هذه البيوع دليل على ضعفها ؛ فالبيع على المكشوف في سوق يتجه إلى الصعود دليل قوة عندهم لسببين :

**الأول** : استيعاب السوق لكميات إضافية من الأسهم .

**الثاني** : أنه إذا بدأت أسعار السوق في الهبوط إثر زيادة المعروض فإن المضاربين يقومون بالشراء مرة أخرى وبأسعار منخفضة محققين بذلك هامشًا من الربح ومؤازرين للسوق (١) .

ويعتبر هذا المؤشر - من وجهة نظرنا - خطيرًا وسنتناوله بالمناقشة المستفيضة في الباب الثاني بإذن الله .

**مؤشر اتساع السوق ( Breadth index ) :**

ينتقد بعض المتعاملين والممارسين نظرية ( Dow Jones ) على أساس أنها لا تعكس حركة جميع الأسهم في السوق ، وأن متوسطاتها ليست ممثلة تمثيلًا حقيقيًا للسوق ويبني أولئك انتقاداتهم على أساس أنه ليست كل الأسهم تتخذ اتجاهًا واحدًا في آنٍ واحد كما تشير مؤشرات داو جونز .

ويستدلون على ذلك بأنه في يوم الأربعاء ( ٣ ) من نوفمبر ( ١٩٧٦م ) عقب انتخاب الرئيس كارتر رئيسًا للولايات المتحدة الأمريكية بيوم واحد فإن عدد الشركات التي تم التعامل عليها بلغ ( ١٨٨٣ ) شركة ، من بينها ( ٣١٣ ) شركة ارتفعت أسعار أسهمها و ( ١١٩٣ ) شركة انخفضت أسعار أسهمها بينما ثبتت أسعار ( ٣٧٦ ) شركة ، ولحساب المؤشر هنا فإننا نقوم بطرح عدد الشركات الصاعدة من الشركات الهابطة أو الهابطة من الصاعدة لنصل إلى صافي الصعود ( Net advances ) أو صافي الهبوط ( Net Declines ) ، ثم نقوم بقسمة الصافي على عدد الشركات المتعامل عليها فنصل بذلك إلى الرقم القياسي لاتساع السوق .

وفي المثال المتقدم صعدت أسعار ( ٣١٣ ) شركة وانخفضت أسعار ( ١١٩٣ )

---

( ١ ) Fredrick Amling op. cit. p. 555.

شركة ، ويستفاد من ذلك أن صافي الانخفاض ( ٨٨٠ ) ، وبقسمة صافي الانخفاض على عدد الشركات المتعامل عليها وهي ( ١٨٨٣ ) يبين لنا أن مؤشر اتساع السوق سالب بنسبة ( ٤٦,٨ ٪ ) ( ٨٨٠ ÷ ١٨٨٣ ) ، وهذا المؤشر إما أن يكون معضدًا ومؤازرًا لمتوسط حركة مؤشرات داو جونز أو مناقضًا لها ، فإذا ما كان المؤشر معضدًا فإن هذه علامة على قوة السوق ، وإن كان مناقضًا كان ذلك دليلًا على ضعف السوق ، وفي ( ٣ ) من نوفمبر ( ١٩٧٦م ) انخفض مؤشر داو جونز بمقدار ( ٩,٥٦ ) بنط أو نقطة ، وكانت تلك علامة على قوة السوق بتوافق المؤشرين نحو الانخفاض [١] .

**مؤشر حجم التعامل** ( Volume of trading indicator ) :

يستخدم حجم التعامل على الأسهم في السوق كمؤشر أو دليل ( Guide ) على مدى قوة السوق أو ضعفها ووفقًا لمفهوم هذا المؤشر فإن اتجاه حركة الأسعار إلى الصعود أو إلى الهبوط تعتبر دليل قوة إذا صاحبها حجم ضخم من التعامل ، وأما الحركة في الأسعار سواء في اتجاه الصعود أو الهبوط والتي لا يصاحبها حجم كبير من المعاملات فتعد - من وجهة نظر مؤيدي هذا المؤشر - دليلًا على ضعف السوق .

فبفرض أن السوق بدأت تأخذ اتجاهًا تصاعديًا بعد فترة من النزول ، ففي هذه الحالة يأمل المستثمرون أن يكون هذا الصعود هو نهاية مرحلة وبداية مرحلة جديدة ، فإذا كان هذا الصعود غير مصحوب بكمٍّ مناسب من المعاملات فذلك دليل على ضعف السوق من الناحية الفنية ، ولا يتوقع المستثمرون حينئذ استمرار هذه الزيادة ، وعلى النقيض من ذلك إذا صاحب هذه الزيادة كم كبير من المعاملات فإن السوق تعتبر من الناحية الفنية قوية ، ومع ذلك فليس هناك ما يضمن استمرار الصعود ، ولذلك يفضل استخدام هذا المؤشر بجانب مؤشر آخر شبيه بمؤشر ( Dow jones ) .

**مؤشر مقترح لقياس تقلبات الأسعار في سوق الأوراق المالية بالقاهرة :**

تصدينا خلال هذا المبحث لبعض المتوسطات والمؤشرات المستخدمة في قياس تقلبات الأسعار في أسواق الأوراق المالية العالمية على اختلاف أساليبها ودرجة أهميتها ودقتها ، وعلى الرغم من أهمية الأرقام القياسية سواء تلك المستخدمة في قياس تقلبات الأسعار في الأسواق السلعية أو أسواق الأوراق المالية ، فإنه مما يسترعي انتباه الباحثين

( ١ ) Fredrick Amling op. cit. 554.

والمتخصصين افتقار سوق الأوراق المالية بمصر لهذه الأداة المهمة والتي لا يكاد يتصور المرء غيابها عن سوق عريقة كالسوق المصرية (١) .

لذلك فقد آليت على نفسي ألا آلو جهدًا لاستخراج رقم قياسي لأسعار أوراق الشركات لبورصة الأوراق المالية بالقاهرة ، وذلك رغم الصعاب الكثيرة التي صادفتني والتي بسببها أخفقت كل المحاولات التي بذلت من جانب بعض الجهات المعنية لتحقيق هذه الغاية .

والرقم القياسي الذي قمت بإعداده هو نموذج قابل للتطوير في ضوء احتياجات السوق وتطورها ، وهو يختلف في تكوينه عن بعض المؤشرات المعروفة كمؤشر داو جونز ( Dow jones ) والذي يعتمد في تكوينه على أكبر ( ٣٠ ) شركة صناعية يجري التعامل على أسهمها في بورصة وول ستريت ؛ باعتبار هذه الشركات ممثلة لجميع الشركات المقيدة بالبورصة من وجهة نظر مصممي هذا المؤشر ، ويقترب مؤشرنا المقترح إلى حد ما من مؤشر ( Standard & poors 500 stock composite average ) وذلك من حيث التركيب والذي يعتمد على الأوزان الترجيحية لفترة المقارنة ، ومن حيث احتواء مؤشرنا لجميع الشركات المتعامل عليها ، وضخامة عدد الشركات التي يتضمنها مؤشر ستاندر آندبور .

وأول ما يسترعي نظر الباحث ويشد انتباهه عند تقييمه لهيكل السوق المصري من حيث عدد الأوراق المقيدة ومكونات هذا العدد ، والذي يمكن من خلاله الحكم على السوق من حيث سعتها أو محدوديتها فهو عدد الشركات المغلقة إلى جملة الشركات المقيدة ، حيث استبان لنا استئثار الشركات المغلقة بنسبة ( ٧٣,٥٪ ) من جملة الشركات المقيدة والتي بلغ عددها في آخر أكتوبر ( ١٩٩٠م ) - على سبيل الحصر - ( ٥٦٤ ) شركة ، يخص الشركات المغلقة منها ( ٤٠٩ ) شركات ، والقلة القليلة الباقية وقدرها ( ١٥٥ ) شركة تخص شركات الاكتتاب العام (٢) .

وأهم الاعتبارات التي أخذت في الحسبان عند اختيارنا للرقم القياسي المقترح هي :

---

(١) قامت مؤخرًا الهيئة العامة لسوق المال بإعداد مؤشر للأسعار وكذا المجموعة المالية ، إلا أن مؤشرًا يعتمد على عدد محدود من الأوراق المالية لشركات لا يمكن الجزم بأنها ممثلة لكافة الشركات لا يتسم بالدقة ، ويمكن أن يطلق عليه ( Rough Average ) .

(٢) بورصة الأوراق المالية ، التقرير الشهري عن حركة التعامل عن شهر أكتوبر ( ١٩٩٠م ) .

**أولًا** : أن يتوفر للرقم القياسي المقترح عدالة التمثيل وإحكام التركيب .

**ثانيًا** : في الأسواق الضيقة ( Narrow Markets ) كالسوق المصرية والتي يقل من خلالها عدد الأوامر المتدفقة على السوق ، تكاد تنعدم فرص التماثل ؛ فالأوراق التي يجري التعامل عليها في أحد الشهور ليست بالضرورة هي ذات الأوراق التي يجري التعامل عليها في شهر سابق أو لاحق أو حتى أية فترة يرى اتخاذها كفترة أساس ، ومن هنا فإنني آثرت استخدام صيغة ( Paashe ) باعتبارها أكثر الصيغ قدرة على صياغة واقع السوق المصرية بل وغيرها من الأسواق ، ولأنها تتيح استخدام الأوزان دون عوائق تذكر ، ونعني بذلك أن استخدام كميات فترة المقارنة كأوزان من شأنه إيجاد مخرج ، حال عدم التعامل على ذات الأوراق في فترة الأساس .

ووفقًا لهذه الصيغة فإن الرقم القياسي المقترح سوف يكون على الوجه التالي :

$$\frac{\text{مج ( ك}_1 \times \text{س}_1\text{ )}}{\text{مج ( ك}_1 \times \text{س}_0\text{ )}} \times ١٠٠$$

وحيث ( ك١ ) تمثل كميات فترة المقارنة .

( ك٠ ) تمثل كميات فترة الأساس .

( س١ ) تمثل أسعار فترة المقارنة .

( س٠ ) تمثل أسعار فترة الأساس .

**ثالثًا** : إن قيد أوراق مالية جديدة وبأعداد كبيرة في جداول القيد يعد ظاهرة محسوسة في السوق المصرية في الوقت الحالي ، واحتمال التعامل على تلك الأوراق فور قيدها في جداول الأسعار ، لا يقل رجحانًا عن احتمال عدم التعامل عليها فور إتمام القيد ؛ الأمر الذي يتعذر معه استخدام صيغة لاسبير ( Laspere's index number ) والتي تعتمد على أوزان فترة الأساس وهي :

$$\frac{\text{مج ( ك}_0 \times \text{س}_1\text{ )}}{\text{مج ( ك}_0 \times \text{س}_0\text{ )}} \times ١٠٠$$

حيث لا يتوفر لدينا في هذه الحالة ( ك ) .

**رابعًا** : أن صيغة ( Paashe ) تعد من أدق الصيغ علميًا وعمليًا .

**خامسًا** : أننا قد آثرنا أن تكون عدد مفردات الرقم القياسي هي كافة الأوراق المقيدة في السوق والمتعامل عليها ، أخذًا في الاعتبار أن الشركات القائدة في الأسواق الأجنبية - والتي لا يسلم الاعتماد عليها من النقد - ليس لدينا ما يناظرها ، وأن اختيار عينة لغلبة الظن أو احتماله بكونها ممثلة لكافة الشركات إنما يعد من قبيل المحاكاة دون وجود أدنى قدر من وجوه التماثل لهيكل السوق وسعته وعمقه ودرجة كفاءته وأسلوب التعامل وحجم العمليات وعدد الصفقات بين السوقين ، وتصبح عدم المحاكاة أمرًا مسلمًا به إذا أخذنا في الاعتبار أن غالبية الأوراق المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية تمثل شركات مغلقة ، وأن نسبة التعامل على أوراق الشركات المغلقة إلى مجموعها لا يتجاوز ( ٢٥٪ ) [١] .

**سادسًا** : تراءى لنا استحسانًا أن تعظيم المنفعة للرقم القياسي المقترح يقتضي استخدام صيغة أخرى بالإضافة إلى الصيغة المتقدمة ، وهي استخراج الرقم القياسي باستخدام طريقة الأوزان الترجيحية لفترة المقارنة والأساس المتحرك ، وفقًا لهذه الصيغة يصير كل شهر فترة أساس للشهر الذي يليه ، وكل فترة مقارنة لأحد الشهور تصبح في الشهر التالي فترة أساس للشهر الذي يليها ، الأمر الذي يسهل معه المقارنة ، وإبراز نسبة التغير في السعر من شهر لآخر .

**سابعًا** : فترة الأساس التي تم اختيارها هي فترة هدوء نسبي وترقب باعتبارها نهاية السنة المالية لمعظم الشركات التي يجري التعامل على أسهمها في سوق الأوراق المالية ويترقب المساهمون تسرب بعض المعلومات عن نتائج أعمال الشركة وتوزيعاتها المقترحة من جانب مجلس الإدارة .

**أثر سعر الفائدة على أسعار الأسهم في أسواق راس المال :**

اختلفت الآراء حول أثر سعر الفائدة على أسعار الأوراق المالية ، وظهر في هذه المسألة رأيان أحدهما راجح والآخر مرجوح ، الرأي الأول يعطي وزنًا كبيرًا لتأثير النقود السهلة ( Easy Money ) أو النقود الصعبة ( Dear Money ) على أسعار الأوراق المالية ،

---

(١) التقرير الشهري لبورصة الأوراق المالية عن شهر أكتوبر ( ١٩٩٠م ) وكذا التقرير السنوي عن سنة ( ١٩٨٩م ) .

والمعروف أن مصطلح النقود السهلة أي النقود الرخيصة ( Cheap money ) إنما يطلق عندما تعمد السلطات النقدية إلى خفض أسعار الفائدة للتشجيع على الاقتراض ولبعث الانتعاش في النشاط الاقتصادي ، أما النقود الغالية ويطلق عليها أيضًا ( Tight Money ) فإنما ينصرف مصطلحها إلى الحالة التي يقل من خلالها المعروض النقدي ، ويجري تقييد الائتمان والحد منه ورفع سعر الفائدة كوسيلة لمحاربة التضخم من جانب السلطات النقدية ، وهذه السياسة وإن كانت لا تلائم – من وجهة نظر بعض الاقتصاديين – سوى الدول الغنية والمتقدمة ، إلا أنها قد طبقت في الآونة الأخيرة في مصر ، ونعرض للرأيين المتقدمين بشيء من التفصيل :

يرى أصحاب الرأي الأول أن زيادة المعروض من النقد بسعر فائدة منخفض يؤدي إلى صعود أسعار الأوراق المالية ، وأن ندرة الأموال من ناحية أخرى وارتفاع أسعار الفائدة من شأنه حدوث انخفاض في أسعار الأوراق المالية ، وتفصيل ذلك أنه حينما يكون في الإمكان اقتراض الأموال مقابل فائدة بنسبة ( ٣٪ ) فرضًا ، مع إمكان استخدامها في شراء أسهم تدر عائدًا يصل إلى ( ٧٪ ) ، فإن ذلك من شأنه تقوية الحافز لدى المستثمرين والمضاربين على استثمار أموالهم في أصول مالية ، وحيثما يكون المال نادرًا فإنه من غير المنتظر تحقيق أرباح مجزية ، وغالبًا ما ترتفع في هذه الحالة أسعار الفائدة ، ويصبح تحول المستثمر من سوق رأس المال إلى سوق النقد أمرًا تقتضيه مصلحة المستثمرين [1] .

ومن جهة أخرى فإنه بتخفيض أسعار الفائدة تنخفض تكاليف الإنتاج فتزداد ربحية المشروعات ، ومع زيادة الربحية تزداد قدرة المشروعات على التوسع وزيادة الإنتاج مما يبعث موجة من التفاؤل لدى المستثمرين تؤدي إلى ارتفاع الأسعار وأخذ السوق اتجاهًا صعوديًا .

وقد عبر عن ذلك أحد الكتاب الغربيين بقوله : إن زيادة المعروض النقدي وارتفاع الأسعار في سوق الأوراق المالية هما مترادفان :

---

( ١ ) Charles Amos Dics op. cit. p. 337 - 380.

وكذا مقالنا بجريدة الأهرام الاقتصادي تحت عنوان : تغيير سعر الفائدة وأثره على انتقال الأموال بين سوقي النقد ورأس العدد ( ١١٧٩ ) في ( ١٩٩١/٨/١٩م ) .

( A growing money supply and a rising security market are synonymous ) [1].

بينما يرى أصحاب الرأي الآخر أنه إذا كانت هناك خمسة عوامل تؤثر بقوة على أسعار الأسهم ، فإنه من غير المتصور التسليم بهيمنة ( Dominating ) عامل واحد من هذه العوامل وهو سعر الفائدة على أسعار الأسهم بحيث ترتفع بانخفاضه وتنخفض بارتفاعه .

ويضيف أصحاب هذا الرأي أنه بفرض أن شخص ما قام بشراء مائة سهم بسعر السهم مائة دولار ، وأن سعر هذا السهم قد صعد خلال شهر واحد في السوق إلى ( ١٠٥ ) دولارات ، فإن ربح المستثمر سيتجاوز ( ٤١٠ ) دولارًا عندما يكون سعر الفائدة ( ٤٪ ) وينخفض بحوالي ( ١٦,٦٧ ) دولارًا عندما يكون سعر الفائدة ( ٦٪ ) ، وهذا الفرق لا يبرر - من وجهة نظرهم - التراجع عن التعامل في الأسهم ، وبالتالي فإن زيادة المعروض من هذه الأوراق ليس أمرًا محتملًا ، واستطرد أصحاب هذا الرأي أن الحقائق تؤكد أن معدلات سعر الفائدة ليست عاملًا مهيمنًا ، وأن مسألة النقد السهل أو الصعب لا تعدو أن تكون عاملًا من عوامل كثيرة مؤثرة في السوق .

ويضيف أصحاب هذا الرأي أن معدلات الفائدة المرتفعة لا تستطيع أن توقف سوقًا أسعارها في صعود ما لم تكن الظروف الأخرى سيئة وتؤدي إلى هذه النتيجة لا محالة .

كما أن النقد الرخيص لا يؤدي إلى انتعاش سوق ما لم تكن الأساسيات ( Fundamentals ) المتعلقة بالظروف المالية للشركات ، والاقتصادية للبلاد مقبولة [2] من قبل المتعاملين في الأسواق ، وانتهى هذا الرأي إلى أن تأثير سعر الفائدة على أسعار الأسهم في السوق يعد أمرًا ثانويًا ( Secondary ) وعاملًا مكملًا ( Supplementary ) بطبيعته .

وإني أتفق مع الرأي الأول ، وهذه المسألة من البداهة ولا تحتاج إلى حشد الأدلة وتقديم البراهين .

وهذا أحد مشاهير علماء التمويل والاستثمار وهو يذكر أن الزيادة الحادة في معدل الفائدة تسبق الهبوط في أسعار الأسهم .

---

( ١ ) Fredrick Amling op. cit. 547.

( ٢ ) Charles Amos Dics op. cit. p. 380.

( The sharp rise in money rates precedes a decline in stock prices ) (*) .

ولا نزاع في الرأي أنه حينما يقبل أحد المستثمرين على الاستثمار فإنه يقارن بين العائد المتوقع من الاستثمار وبين الفائدة التي يمكنه الحصول عليها فيما لو أودع أمواله في أحد البنوك .

وننقل هنا عن بحث لأستاذنا الدكتور عبد الحميد الغزالي عن الأرباح والفوائد المصرفية بين التحليل الاقتصادي والحكم الشرعي « أنه قد أكدت الاستقصاءات التي أجراها ميد ( J.E.Meade ) وأندروز ( P.W. Andrews ) أن رجال الأعمال يعتقدون أن سعر الفائدة ليس عاملًا يذكر في تحديد مستوى الاستثمار ، بينما في دراسة أخرى قام بها ليبلنج ( H. Leibling ) للتجربة الأمريكية ، وجد أن ارتفاع أسعار الفائدة كان مانعًا كبيرًا من الاستثمار ، وأنه في فترة الدراسة ( ١٩٧٠ - ١٩٧٨م ) بلغت مدفوعات الفوائد ثلث العائد الإجمالي على رأس المال مما أدى إلى تآكل في ربحية الشركات ، وترتب على ذلك هبوط رأس المال المخاطر في التمويل الكلي أي مجموع الأسهم والقروض ، وانخفاض التكوين الرأسمالي .

وأورد سيادته في ذات البحث تساؤلًا ( M. Friedman ) في بداية الثمانينيات عن أسباب السلوك الطائش الذي لم يسبق له مثيل للاقتصاد الأمريكي ورد على تساؤله بقوله : « إن الإجابة التي تخطر على البال هي السلوك الطائش المساوي له في أسعار الفائدة » .

* * *

( • ) Fredilck Amlina op. cit. pp. 553 - 555.

# المَبحَثُ الثَّاني

## طرق وأساليب تنفيذ العمليات في مختلف البورصات والقوانين الحاكمة للتعامل في بعض الأسواق

### المَطلَبُ الأَوَّلُ : طرق وأساليب تنفيذ العمليات في مختلف البورصات :

**مقدمة :**

كثير من المدخرين يودون لو أنهم استثمروا أموالهم في الأوراق المالية إلا أنهم يتوجسون خيفة من تقلبات أسعارها ويتهيبون أسواقها ، وتحيط بالكثير منهم الجهالة بماهيتها ، وأساليب التعامل فيها ، حتى لقد ذهب أحد الكتاب الإنجليز في مقدمة إحدى مؤلفاته إلى القول :

( I am to speak of what all people are busy about, but not one in forty understands ) (١) .

فإذا كانت الشعوب الأوروبية التي نشأت البورصات في أحضانها لا تتجاوز نسبة العارفين بماهيتها ( ٢,٥٪ ) فلا غرابة أن أدار لها الناس ظهورهم وتوجسوا خيفة منها في البلاد حديثة العهد بها .

وهناك فريق من صغار المدخرين يرى أن هذه الأسواق هي ملتقى الأثرياء ورجال المال والأعمال الذين يقصدونها من كل صوب وينشدونها من كل حدب ، ولذلك نجدهم عنها معرضين ، ومن التعامل فيها متهيبين .

وفريق آخر لا يكاد يتقبل التعامل في البورصات بقبول حسن وينأى بجانبه عن « التعامل فيها » ويرى أنها ليست سوى منتديات للقمار ، والتعامل فيها محفوف بالمخاطر والأضرار خاصة مع اشتداد أسعار المضاربات ( over - heated speculation ) وعوامل الانهيار وتقلبات الأسعار المصاحبة للدورات الاقتصادية ( Business cycles ) وتدهور الأسعار مع أزمات الكساد وشيوع البطالة وإضرابات العمال ، وهي الظواهر

( ١ ) Stock and shares, Hartly withers, London.

التي تعرفها جيدًا المجتمعات الرأسمالية والدول التي تحاكيها .

وهناك فريق آخر يميل إلى المقامرة وآخر إلى المضاربة « بمفهومها الغربي » والمضارب وفقًا لهذا المعنى لا يعتبر نفسه مقامرًا ولا يشك في كونه مضاربًا .

وهناك فريق أخير ، أولئك هم المستثمرون الذين يسارعون إلى الاكتتاب في الإصدارات الجديدة للشركات المساهمة ، وتمثل مدخراتهم إضافة جديدة لثروة المجتمع وهم لا يشترون الأسهم بقصد إعادة بيعها وإن باعوها .

**طرق وأساليب تنفيذ العمليات ( methods of trading ) :**

لو أن أحد المدخرين قرر أن يستثمر مبلغًا من المال في شراء أوراق مالية ، ولم يسبق له أن عرف طريقه إلى أسواق الأوراق المالية ، ذلك أنه كان قد اعتاد – بحكم انتشار العادة المصرفية – أن يودع كافة مدخراته في أحد البنوك الربوية التي تضمن له عائدًا ثابتًا على مدخراته خال من المخاطرة ولا يرتبط بأوجه النشاط التي يمارسها ولا العوائد التي يحققها ، فإن أول تساؤل يثور لدى هذا المدخر يدور حول الكيفية التي يشتري بها الأوراق المالية التي ينوي استثمار أمواله فيها ، ولا يلبث هذا المدخر أن يجد الإجابة على تساؤله في الاختيار بين أسلوبين عليه أن يفاضل بينهما ويفضل .

**الأسلوب الأول** : أن يتوجه إلى البنك الذي يتعامل معه ويصدر إليه التعليمات بشراء الأوراق المالية التي يرغب في استثمار أمواله فيها ، وسيقوم البنك في هذه الحالة بكافة الإجراءات بالنيابة عن العميل وفي حدود التعليمات التي تلقاها منه .

**الأسلوب الثاني** : أن يتصل مباشرة بأحد بيوت الوساطة ( Brokerage houses ) المتخصصة في بيع وشراء الأوراق المالية ، وهنا تثور المشكلة الثانية أمام العميل والتي تتمثل في اختيار الوسيط الذي سيقوم بصفته وكيلًا عنه بتنفيذ أوامره ، والذي يستطيع أن يحصل لعميله على أفضل الأسعار بائعًا كان أم مشتريًا ، ويقدم له أفضل الخدمات ، وسيسعى العميل للبحث عن الوسيط المالي المشهود له بالكفاءة والأمانة والسمعة الطيبة والذي يقوم حينئذ بدور المستشار المالي والاقتصادي للعميل (١) ؛ فيوجهه دائمًا لما فيه

---

(١) Choose a broker in whom you have full Confidence, give him all your business. Let him know your investment plans, get his advice, but after all use your own head and make your own decisions. ( Dice, op. cit p 66 ).

مصلحته ، وينبغي أن يكون هذا الوسيط قادرًا في جميع الأوقات على أن يمد عميله بكافة المعلومات المتاحة عن السوق واتجاهاتها والأوراق التي يرغب في شرائها ومدى سلامة المراكز المالية لشركاتها ، كما ينبغي أن يكون الوسيط فوق كل الشبهات فلا يكون من أولئك الذين يدفعون عملاءهم للبيع أو الشراء لمجرد التربح والحصول على مزيد من العمولات والأتعاب ، أو بغرض التأثير على اتجاهات الأسعار ، أو المماطلة في تنفيذ أوامر العملاء بدعوى التريث لحين تحسن مستوى الأسعار ، على حين أن الأمانة ربما كانت تقتضي سرعة تنفيذ أوامر هؤلاء العملاء .

**أنواع الأوامر** ( Types of orders ) :

فإذا ما قرر العميل أن يصدر أمرًا للوسيط بالبيع والشراء فإن من مصلحته - ولا ريب - أن يلمَّ بأنواع الأوامر التي يمكن إعطاؤها للوسيط ، وغنيٌّ عن البيان أن إحاطة المستثمر وإلمامه بهذه المعلومات من شأنه إبانة المقاصد على وجهها الصحيح بحيث لا يساء فهمها وكذلك دعم قدرة الوسيط على التنفيذ ، وقد لوحظ أن معظم المستثمرين يفضلون التعامل وفقًا لسعر السوق ( at the market ) رغم اختلاف الميول والنزعات ، ويمكن تقسيم الأوامر إلى نوعين رئيسيين [١] :

**الأول** : أوامر صادرة وفقًا لسعر السوق ( Market orders ) .

**الثاني** : أوامر صادرة بسعر محدد ( Limit or Limited orders ) وكلا النوعين قد يكون بيعًا أو شراءً .

أما بالنسبة للنوع الأول وهي الأوامر الصادرة بسعر السوق ، والتي اصطلح الفنيون على تسميتها ( at the market ) ، ( au miex ) فهي أبسط أنواع الأوامر التي يتلقاها الوسيط من عميله ؛ بل وأكثرها شيوعًا في مختلف الأسواق ، ولعل السر في ذلك يكمن فيما يراه بعض الفنيين أن هذه الأوامر واجبة التنفيذ الفوري ، وأنه من المتوقع دائمًا أن يقوم الوسيط فور تلقيه الأمر بتنفيذه ، أن يبذل قصارى جهده من أجل الحصول لعميله على أحسن سعر ممكن ، ونظرًا للسرعة التي يتم بها تنفيذ هذه الأوامر أطلق عليها

---

( ١ ) The market order instructs the broker to buy or sell immediately at the price available to the Customer. This means to buy at the lowest price or to sell at the highest possible price ( Robert wessel op. cil. P. 214 ).

الأوامر الفورية ( Immediate orders ) (١) .

وأما بالنسبة للنوع الثاني من الأوامر ( Limited orders ) وهي التي تتضمن أسعارًا محددة للأوراق المعروضة للبيع أو تلك المطلوبة للشراء من جانب العميل ، فهي على هذا النحو على النقيض من النوع الأول ؛ حيث لا يترك تحديد الأسعار لاتجاهات السوق وظروفه (٢) .

إلا أن ثمة خلاف يدور حول الأوامر الفورية واندراجها تحت أي من النوعين السابقين ؛ فبينما يرى فريق من الكتاب أن الأوامر الصادرة بسعر السوق هي أوامر فورية وواجبة التنفيذ في الحال (٣) يحذر فريق آخر من الخلط بين الأوامر الصادرة بسعر السوق ( Market orders ) والأوامر الفورية ( Immediate ) ويرى هذا الفريق أن النوعين ليسا شيئًا واحدًا وإنما شيئان مختلفان ؛ فالأمر الفوري على خلاف الأمر الصادر بسعر السوق لا يترك فيه تحديد الأسعار لاتجاهات السوق وإنما يحدد العميل في الأمر الذي يصدره أسعار الأوراق التي يرغب في بيعها أو شرائها ، ويحمل الأمر صيغة التنفيذ الفوري كما جرت العادة على الوجه التالي :

« اشتروا لي فورًا مائة سهم من أسهم الشركة بسعر ٢٥٠٠ قرش » .

( Buy 100 shares of "A" Common at 2500 p. t. immediately ) .

فإذا كان سعر السوق يتجاوز هذا السعر يقوم الوسيط بإلغائه ويخطر العميل بظروف السوق .

وعلى ذلك يمكن التفرقة بين الفورية في النوعين (٤) ، ونقصد بذلك الفورية العفوية

---

(١) Fredric Amling op. cit. p, 273.

- Dice, op. cit pp. 67 : 69.

- Robert wesse L, op. cit. P. 215.

(٢) Customers who are interested in buying or selling are never satisfied with current market price. Limit orders continue in force what - ever period the customer specifies ( Robert H. wessel, op. cit. P. 212 ) .

A limit or limited order specifes the price at which stock is to be bought or sold. this is in contrast to the market order in which no price is specified ( Amling op. cit. p, 272 ).

(٣) Robert Wesrel, op. cit. p. 214 .

(٤) The meaning of the word immediate is that the broker must execute the order at once if = he can, if not must cancel it and report the market. The immediate order must be Confused

غير المنصوص عليها في الأوامر الصادرة بسعر السوق ، والفورية المنصوص عليها صراحة في الأوامر محددة السعر ، أنه بالنسبة للأوامر الصادرة بسعر السوق فإن هذه الأوامر يتم تنفيذها عادة فور وصولها إلى ردهة البورصة ( The trading floor ) نظرًا لتحرر هذه الأوامر من القيود التي تعوق سرعة تنفيذها ؛ حيث يترك تحديد السعر لظروف السوق وحركة اتجاه الأسعار ، ولذلك فإن الفورية التي تكتسبها هذه الأوامر تأتي بطريقة عفوية وتلقائية ، ومن خلال التزام الوسيط بتنفيذ الأمر بأفضل سعر يمكن التوصل إليه .

والأمر على خلاف ذلك في الأوامر محددة السعر ؛ إذ يأتي النص فيها صريحًا وواضحًا بوجوب تنفيذها بصفة فورية بالسعر المحدد بالأمر ، فإذا استحال ذلك على الوسيط قام بإلغائه وأخطر العميل بظروف السوق .

إلا أن إصدار الأوامر على الوجه المتقدم قد يفضي إلى النزاع بين العميل والوسيط فقد يختلف المفهوم عن المقصود نظرًا لقصور البيانات عن أداء المعنى المقصود ، ولتوضيح ذلك نفرض أن أحد العملاء أصدر أمرًا لأحد بيوت الوساطة في مصر لشراء مائة سهم من أسهم شركة النصر للملابس والمنسوجات « كابو » بسعر ( ١٠٠٠ ) قرش ، وأن سعر الإقفال السابق وفقًا لنشرة الأسعار الرسمية يوم ( ١٩٨٩/١/١٠م ) كان ( ١٠٣٠ ) قرشًا « بائع » وبفرض أن السعر لم يتراجع إلى ( ١٠٠٠ ) قرش ، فهنا يثور التساؤل هل يعتبر أمر الشراء ساري المفعول بعد هذا التاريخ ؟ وإذا كان الأمر كذلك يصبح السؤال ولمتى ؟

حقيقة الأمر أن أمر البيع أو الشراء إذا جاء خاليًا من البيانات التي تحدد مدة سريانه يعتبر صالحًا لمدة يوم واحد ( good for one day ) بينما قد يختلف المقصود عن المفهوم ، وسيضطر الوسيط - إذا اقتضى الأمر - إلى تأويله ( interprete ) وفقًا للأعراف الجارية ، وهو غير متيقن مما يقصده العميل ، وفي أغلب الأحوال يعيد الوسيط الأمر إلى العميل لكي يستوفي الأخير بيان مدة سريان الأمر درءًا للشقاق والخلاف وحفاظًا على مصلحة العميل .

ولذلك جرى العرف والعادة على تحديد فترات معينة ( Customary periods ) تمثل

---

with the market order. The market order is executed at once at the best price then obtainable.=
( Dice, op. cit. p. 68 ).

فترة سريان الأوامر الصادرة من العملاء بسعر محدد ، سواء كانت بيعًا أم شراءً ويطلق على الأمر في هذه الحالة ( Time order ) ، وتفصيل ذلك على الوجه التالي :

**أولًا** : بالنسبة للأوامر الصادرة بسعر السوق ( market orders ) فإنه يتم تنفيذها فورًا بسعر السوق ، ولذلك فليس هناك مدة لسريانها [١] .

**ثانيًا** : أوامر سارية المفعول ليوم واحد ( Day orders ) ، وهذه الأوامر صالحة لليوم الذي صدر فيه الأمر فقط ( good for one day ) .

**ثالثًا** : أوامر سارية المفعول لتاريخ معين ويتم إلغاؤها تلقائيًا بعد هذا التاريخ .

**رابعًا** : أوامر سارية المفعول لمدة أسبوع ( good this week G. T. W ) .

**خامسًا** : أوامر صالحة لمدة شهر ( good this month G. T. M ) .

**سادسًا** : أوامر سارية المفعول حتى التنفيذ أو الإلغاء ( G. T. C ) .

( Good till Completed " open orders " ) .

ويثور التساؤل بالنسبة لهذا النوع من الأوامر أنه إذا كانت هذه الأوامر سارية المفعول حتى التنفيذ أليست هناك حدود قصوى لفترة سريانها ؟ وهذا السؤال لا يطرح نفسه على الدارسين والباحثين فحسب ؛ بل وعلى الممارسين والمتعاملين في أسواق الأوراق المالية ؟ وخاصة في البلدان حديثة العهد بالبورصات ، والإجابة على ذلك تخلص في أن معظم بيوت الوساطة في الولايات المتحدة والدول الرأسمالية عامة دأبت على أن تعزز في نهاية كل أسبوع الأوامر المفتوحة ( open orders ) الصادرة إليها من العملاء والسارية المفعول حتى التنفيذ أو الإلغاء ، وذلك من خلال إخطارات بريدية يتم توجيهها لهؤلاء العملاء .

فإذا انقضت ثلاثة أشهر ولم يتم تنفيذ أو إلغاء أمر لأحد العملاء ، يتلقى العميل حينئذ تعزيزًا من الوسيط بالأمر المذكور ، ويطلب من العميل التوقيع على هذا التعزيز وإعادته إلى مكتب الوسيط إذا ما كان راغبًا في استمرار سريان الأمر ، فإذا ما وقع

---

( ١ ) على الرغم أن مدة سريان الأمر إنما تتعلق بالأوامر محددة السعر ( limited orders ) على أساس أن الأوامر الصادرة بسعر السوق يتم تنفيذها فور وصولها إلا أن ذلك لا ينطبق على الأسواق الضيقة أو الضحلة ، وتلك التي تتميز بالضيق والضحالة معًا ؛ حيث يستغرق تنفيذ هذه الأوامر بعض الوقت ، ويعتبر ذلك استثناء من الأصل العام الذي جرى عليه التعامل في مختلف الأسواق ، ويتم بالتالي تحديد مدة لسريان الأمر الصادر بسعر السوق في مثل هذه الأسواق .

العميل على التعزيز وأعاده لمكتب الوسيط امتد سريان الأمر ثلاثة أشهر أخرى ، وفي حالة عدم إعادته فإن الوسيط يقوم بإلغائه تلقائيًا ودون حاجة للرجوع إلى العميل [١] .

**الأوامر بوقف الخسارة** ( stop loss Orders ) :

وهناك نوع أخير من الأوامر هو خليط ( Combination ) من الأوامر محددة السعر ( Limited Orders ) والأوامر الصادرة للتنفيذ بأحسن سعر ، وهذه الأوامر هي التي اصطلح على تسميتها ( stop orders or stop loss orders ) .

وهذا النوع من الأوامر تكاد تنعدم فرص إصداره في الأسواق غير الرأسمالية العالمية ، وتفصيل ذلك أن حاملي الأسهم كما يحدوهم الأمل دائمًا في تحقيق كسب سريع إذا ما ارتفعت أسعار الأسهم التي في حيازتهم ، فكثيرًا أيضًا ما ينتابهم القلق خوفًا من هبوط الأسعار هبوطًا متواليًا يترتب عليه ضياع جزء كبير من ثرواتهم ، ويزداد هذا القلق إلى حد التوتر والاضطراب إذا ما كان من المحتمل أن يفقد العميل اتصاله بالوسيط وبالتالي قدرته على متابعة الأسعار .

وليس بمستغرب أن تتصور أحد أثرياء المجتمع الأمريكي وقد خرج في رحلة لصيد الأسماك في خليج هودسون أو لصيد الحيوانات في إفريقيا الوسطى ، في مثل هذه الظروف يصبح بوسع العميل بل وينبغي عليه استخدام هذا الأمر فيحدد سعرًا أدنى من سعر السوق الجاري ، والفرق بين السعر الذي يحدده وسعر السوق في ذلك الحين يمثل حدود الخسارة التي بوسعه تقبلها أو بإمكانه تحملها ، فإذا انخفض السعر إلى هذا المستوى يتحول أمره ( stop loss order إلى market order ) أي أمر بيع بأحسن سعر ممكن [٢] .

ولو افترضنا أن دبلوماسيًا مصريًا هو أحد كبار المساهمين في الشركة المصرية للدواجن « اجيبكو » وأن أسفار هذا الدبلوماسي تحول أحيانًا دون متابعته لأسعار السوق ،

---

( ١ ) It is customary in some brokerage offices to send out each Friday confirmation stating that the customer has through the mails a certain orders "in open" At the end of three months.. Dicc, op, cit. p. 68.

( ٢ ) Sometimes security holders becom deeply Concerned lest the prices of their shares decline sharplŷ thereby, Causing them to sustain severe losses. The customer may be out of touch with his broker, and therefore in no position to take quick action should a break in the market occur under such Condition A stop loss order could be employed. The Customer sets a price below the current market. ( Robert wessel, op. cit. p 215 ).

وبفرض أن المستثمر المذكور خرج في أحد أسفاره يوم ( ١٩٨٩/١/١١م ) وكان سعر الإقفال في اليوم السابق – وفقًا لنشرة الأسعار الرسمية لسوق الأوراق المالية – لأسهم هذه الشركة هو ( ١٤٢ ) قرشًا .

ونظرًا لما لاحظه من توالي نزول أسعار الأسهم طوال العام الميلادي السابق على أثر الإعلان عن المركز المالي للشركة وتدهور ربحيتها ، أصدر للوسيط أمرًا قبل سفره بإيقاف الخسائر وبيع الأوراق إذا بلغ السعر ( ١٣٩ ) قرشًا ، فإذا انخفض السعر إلى القيمة التي حددها العميل إلى ( ١٣٩ ) قرشًا يتحول أمر هذا الدبلوماسي من ( Stop loss order ) إلى ( Market Order ) أي إلى أمر بيع بالسعر الجاري حينئذ ، وقد يختلف سعر البيع عن السعر المحدد في أمر العميل ( Stop loss Order ) ولا غرابة في ذلك فما أن يبلغ السعر ( ١٣٩ ) قرشًا إلا وتجري عمليات جديدة على أساس السعر الجديد بعد التراجع ، وقد يكون أعلى سعر طلب شراء في هذه الحالة أعلى أو أدنى من السعر بعد التراجع إلا أن هذه الفروق غالبًا ما تكون زهيدة .

وقد عرفت أسواق الأوراق المالية في مصر العديد من صور أوامر البيع والشراء ، والتي تختلف في صيغتها من أمر لآخر ولكنها لا تخرج عن كونها تفريعًا للأوامر المتعارف عليها والتي تصدر في أي بلد في العالم ، وهي الأوامر الصادرة بسعر السوق أو تلك الصادرة بسعر محدد ، إلا أنه من المشاهد في الوقت الحاضر اندثار العديد من صور هذه الأوامر ، وارتبط ذلك على أرجح الأقوال بانقراض الرأسمالية الوطنية التي كانت تعرف طريقها دائمًا إلى أسواق الأوراق المالية ، وكذا بإصدار القوانين الاشتراكية والتي كان لها أسوأ الأثر على بورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية ، وكان من ثمارها أن تحولت سوق الأوراق المالية في مصر إلى جسد لا حياة فيه عاجز عن التقاط أنفاسه إلا بالقدر الذي يسمح ببقائه كالرجل المريض ، على أن اندثار هذه الصور من أوامر البيع والشراء واختفائها من حياة هذه الأسواق لا ينفي إمكان إصدار مثل هذه الأوامر بل وأي صور مستحدثة ؛ لأنها لا تخرج عن الأصل العام في كون الأمر بسعر السوق أو بسعر محدد .

ومن صور أوامر البيع التي كانت سائدة الصور الآتية [1] :

الأوامر الصادرة بأحسن سعر ( Au mieux ) .

---

(١) مليكة عريان ، عمليات بورصة الأوراق المالية والبضاعة الحاضرة والكونتراتات ، سنة ( ١٩٣٤م ) .

الأوامر الصادرة بسعر محدد ( Au Prix Fixe ) .

الأوامر الصادرة بسعر الفتح ( Au Prix d'ouvrture ) .

الأوامر الصادرة بسعر الإقفال ( Au prix du cloture ) .

الأوامر الصادرة حسب اختيار الوسيط ( A votre choix ) .

بقي بعد أن يلمّ العميل بأنواع الأوامر التي يمكن إصدارها للوسيط وإدراكه لمزية كل منها ، أن يفاضل بينها ويفضل – بعد إمعان النظر في ظروف السوق واتجاهات – حركة الأسعار وتقلباتها ، ثم يصدر الأمر المناسب .

**إعطاء الأمر ( Giving The Order ) :**

تبدأ العملية عادة باتصال المستثمر ببيت الوساطة الذي وقع عليه اختياره ، وقد يكون الاتصال شخصيًا ( in person ) وهذا هو المسلك الأكثر شيوعًا ، وقد يكون هاتفيًا إذا ما كان العميل معروفًا لدى بيت الوساطة ( Brokerage house ) فإذا ما اتجه العميل إلى مكتب الوسيط استقبله الموظف المسؤول والموجود دائمًا في هذا المكان لتلقي أوامر العملاء ، فإذا ما أبلغه العميل برغبته في شراء الأسهم التي قرر أن يستثمر فيها جزءًا من مدخراته ، واستخدم العميل هنا – كما جرت العادة – العبارة التقليدية التي صارت مصطلحًا في الدول الغربية ( I should like to place an order ) فإن الموظف المسؤول لن يكلف العميل من الجهد ما يزيد على التوقيع على أمر الشراء ، ويعتبر العقد منذ توقيعه وقبوله من جانب المكتب عقدًا بين طرفين يوجب التزامات محددة على كلا الطرفين [1] .

يقوم الموظف المسؤول على أثر ذلك بتسجيل الأمر في سجلات المكتب ، ثم يبادر بإبلاغه هاتفيًا إلى أحد موظفي المكتب الموجودين بالبورصة خصيصًا لهذا الغرض ، وإلى هنا فليس ثمة خلاف بين الإجراءات أو الخطوات التي تسبق عملية تنفيذ الأوامر في مختلف البورصات .

فإذا تصورنا أنفسنا الآن في بورصة الأوراق المالية بالقاهرة فسوف يكون بوسعنا

---

( ١ ) An order to buy or sell, is a contract between two parties.
The stock exchange has Provided ways and means to Compel members to keep this contract. It also protects members from loss due to default of contracts by other members in so far as Practicable. ( Charles Amos Dice, Eitman op. cit p.p 70 , 71 ) .

ملاحظة موظفي مكاتب الوساطة الموجودين في البورصة في الأماكن المخصصة لهم وهم يستقبلون الأوامر التي ترد إليهم من مكاتبهم من خلال الاتصال الهاتفي وقيامهم بإبلاغ الوسطاء أو مندوبيهم الرئيسيين - الموجودين حول المقصورة - بهذه الأوامر للعمل على تنفيذها .

ورغبة منا في توسيع دائرة المعرفة فلا مناص من قفزة ننتقل بها من نطاق البورصات المحلية بمعاملاتها المحدودة وإمكاناتها المتواضعة إلى البورصات العالمية ذات الإمكانات غير المحدودة والمعاملات اليومية التي توصف - بلغة العصر - بأنها فلكية ، لا بأس إذن أن نتصور أنفسنا الآن في بورصة وول ستريت في الولايات المتحدة الأمريكية لنتابع عن قرب الخطوات التي تسبق تنفيذ العمليات ، ثم نتناول بعد ذلك الكيفية التي يتم بها تنفيذ هذه العمليات .

من المعلوم أن لكل بيت من بيوت الوساطة عدد من الموظفين بعضهم في المكتب الرئيسي ، وبعضهم في المكاتب الفرعية ، والبعض الآخر داخل أسواق الأوراق المالية ، والجميع يتعاونون على تنفيذ أوامر البيع والشراء التي ترد إلى المنشأة من سائر العملاء .

فإذا بدأنا من حيث سبق أن انتهينا أي إلى قيام الموظف المسؤول بمكتب الوساطة بإبلاغ الأمر إلى البورصة واستقباله بمعرفة الموظف المنوط به تلقي الأوامر فإنه سيكون بوسعنا أن نلاحظ الآتي :

١ - قيام الموظف التابع لبيت الوساطة فور تلقيه لأحد الأوامر في مقره بالبورصة من خلال الاتصالات الهاتفية بإبلاغه بذات الأسلوب إلى أحد موظفي المنشأة [١] الموجودين في ردهة البورصة ( Trading floor ) بالقرب من المقصورة التي يتم فيها تنفيذ الأوامر [٢] ( Trading post ) .

---

(١) إن اختيار الموظف - الذي تلقى الأمر بمقر الاتصالات الهاتفية - لأحد الموظفين التابعين لبيت الوساطة لتلقي الأمر عنه لا يتم بطريقة عشوائية ، وإنما على أساس أن هذا الموظف الموجود بردهة البورصة أقرب إلى المقصورة ، وتفصيل ذلك أن الأوراق المقيدة في السوق تتوزع على عدد من المقصورات ( Trading posts ) كل مقصورة منها تختص بعدد معين من هذه الإصدارات ؛ بحيث لا يتم التعامل في إحدى هذه المقصورات على الأوراق المتعامل عليها في المقصورة الأخرى .

(٢) المقصورة لغة : أصلها القصر وهو الحبس ، ومنها قصر بهم الليل : إذا حبسهم ، وكذلك حور مقصورات في الخيام ، والمقصورة إذن إذا خلصوا فلم يخالطهم غيرهم من قومهم ( لسان العرب لابن منظور ) . =

٢ - يقوم الموظف المذكور بتسجيل الأمر على بطاقة مخصصة لهذا الغرض ويناولها إلى الوسيط ، فإذا لم يكن الوسيط موجودًا حول المقصورة يقوم هذا الموظف باستدعائه عن طريق اللوحات المضيئة .

٣ - فور تسلم الأمر يعمل على تنفيذه بأفضل سعر ممكن إذا ما كان الأمر صادرًا للتنفيذ بسعر السوق ( Market Order ) أما إذا كان الأمر محددًا ( limited Order ) فإن الوسيط يقوم في هذه الحالة بتحويله إلى أحد المتخصصين ، والذين يطلق عليهم في الولايات المتحدة الأمريكية ( Specialists ) ، وهم أولئك الذين يجمعون بين وظيفة الوسطاء والديلرز ( Dealers ) - على النحو الذي سنفصله في موضعه في هذا الفصل - حيث يقوم هذا الأخير بتنفيذه عند أول فرصة مواتية وفقًا للسعر الذي حدَّده العميل [١] .

٤ - بعد إتمام العملية يقوم الوسيط بتسجيل السعر على البطاقة التي يتسلمها من الموظف المختص ويسجل عليها اسم الوسيط الآخر الذي اشترك معه في تنفيذ العملية .

٥ - يقوم الوسيط الذي قام بالتنفيذ بالتوجه إلى حجرة الهاتف ( Phone Booth ) حيث يسلم هذه التعليمات إلى موظف التليفون ، والذي ينقلها بدوره إلى المكتب المركزي « المكتب الرئيسي للوسيط » .

٦ - يقوم المكتب المركزي عن طريق التليتيب ( Teletype ) بإبلاغ هذه المعلومات إلى المكتب الفرعي .

٧ - يقوم المكتب الفرعي بإبلاغ العميل بأنه قد تم تنفيذ الأمر ويوافيه بفاتورة موضح بها السعر الذي تم به التنفيذ ، وكذلك الكمية المشتراة أو المباعة طبقًا للأمر الصادر إلى المكتب .

٨ - آخر خطوة في هذه الإجراءات هي عملية الانتقال الحقيقي ( Actual transfer )

---

= واصطلاحًا : لا يختلف عن المعنى اللغوي ؛ فالمقصورة مكان مميز داخل البورصة يحظر على الجمهور دخوله (فهو الحبس ومنع المخالطة ) وتتحدد الأشخاص الذين لهم حق ارتياد المقصورة ، وقد عرف المشرع المصري المقصورة بأنها المكان الذي تعينه لجنة البورصات في دار البورصة لتنفيذ أوامر البيع والشراء ، د. رضا عبيد ، القانون التجاري ، ط سنة ( ١٩٨٤م ) » .

(١) if the order is not a market order calling for imemediate action the broker turns it to an oppropriate specialist who will excute it when an indicated price is reached.
( Encyclopaedia Britannica op. cit. pp. 450 - 451 ).

لصكوك الأسهم من البائع إلى المشتري والوفاء بمقابل الشراء من المشتري إلى البائع ، وتتم هذه العمليات عن طريق غرفة المقاصة والتي قد تكون جهة خارجة عن البورصة [١] .

وأما إذا كانت نية العميل هي عدم تسليم الأسهم المباعة أو عدم استلام الأوراق المشتراة ؛ بحيث لا يترتب على عقد هذه الصفقة انتقال حقيقي للأصول المالية المباعة ، فإن قوانين نيويورك [٢] تعتبر العملاء في هذه الحالة مقامرين على الفروق ، ولذلك تعتبر هذه العمليات غير نافذة المفعول ، ولا شك أن الأمر الصادر من العميل ينطوي ضمنًا على نية العميل في انتقال الأوراق انتقالاً حقيقيًا من حيازة البائع إلى حيازة المشتري [٣] .

**طريقة التنفيذ في المقصورة :**

لما كانت طرق أو أساليب تنفيذ العمليات ( Methods of execution ) ليست واحدة في جميع البورصات فلا مندوحة من التصدي للكيفية التي يتم بها تنفيذ العمليات في مختلف الأسواق ؛ فقد يكون من التوفيق والبُعد عن التلفيق أن نتناول هذه المسألة فيما يلي.

**أولاً** : أسواق الأوراق المالية المحلية .

**ثانيًا** : أسواق الأوراق المالية الأمريكية .

**أولاً : أسواق الأوراق المالية في مصر :**

يقوم بعض الوسطاء عادة قبل افتتاح الجلسة بعشر دقائق بتسليم البطاقات التي دَوَّنوا عليها عروض البيع أو طلبات الشراء - المكلفين بالتعاقد عليها من قبل العملاء - إلى

(١) وفي مصر تقضي المادة ( ٣٥ ) من اللائحة الداخلية لبورصة الأوراق المالية ، أن تجري المقاصة بين الوسطاء الدائنين والمدينين بعد أن يحدد مركزهم تسوية العمليات بواسطة غرفة مقاصة ، وللجنة البورصة أن تعهد بأعمال غرفة المقاصة إلى نقابة الوسطاء أو إلى أحد المصارف وتقرر القواعد التي يجب أن تسير عليها الغرفة .

(٢) من المعروف أن بورصة وول ستريت توجد في مدينة نيويورك ، وبالتالي تخضع كافة العمليات فيها لأحكام هذه المدينة .

(٣) if it is the intentin of Customers not to deliver stock sold, or not to receive stock bought so that the Transacrion involves no transfer of stock, The New Yourk laws hold that such customers are gambling in difference and that such transactions are invalid. The order by the customer implies an intention that stock shall be transferred from sellers to buyers.
( Dice. Op. cit. p. 70 ) .

الموظف المنوط به وضع جدول الأسعار ، وهذا المسلك من جانب الوسطاء ليس مبعثه الجبر والإلزام وإنما يحقق لهم حق الأولوية في التنفيذ عند تساوي الكميات المطلوبة والمعروضة ، وتساوي الأسعار ، أو كون أسعار الطلبات أعلى من أسعار العروض ، أو كون أسعار العروض أدنى من أسعار الطلبات .

- يقوم موظف الجدول بتدوين كافة عروض وطلبات الأوراق المالية والأسعار المحددة لكل منها على اللوحة المعدة خصيصًا لهذا الغرض بالقرب من المقصورة ، ويمتنع عن تسلم البطاقات عندما يدق أول جرس لإقفال الجلسة [1] .

- عند بدء العمل يشرع الوسطاء وأعوانهم في المناداة بأعلى أصواتهم بأسماء الأوراق المالية التي يطلبونها للشراء أو يعرضونها للبيع وغالبًا ما يسرون نواياهم ، فلا يدرك الآخرون إن كانوا بائعين أو مشترين حتى لا يستغل ذلك من جانب الوسطاء الآخرين في فرض سعر عليهم ليس في مصلحة عملائهم ، ويظل الوسيط في ترديد اسم الورقة إلى أن يستدعي سمع وسيط آخر يكون مكلفًا من قبل عملية بشراء أو بيع نفس الورقة ، فتجري بينهما المداولات للاتفاق على السعر وغالبًا ما يلجأ الوسيطان إلى ثالث لإخباره بنية كل منهما بائعًا كان أو مشتريًا ، فإذا ما كان الوسيطان بائعين أو مشترين لم يكن في هذه الحالة ثمة وجه للتعاقد بينهما ، وأما إذا كان أحدهما بائعًا والآخر مشتريًا تمت الصفقة .

- يجري تدوين العمليات فور التعاقد عليها في دفتر الجيب الصغير ويوقع كل من الطرفين على دفتر الآخر كأول دليل على التعاقد .

- تحرر بطاقة لكل عملية تعقد ويوقعها الطرفان ويسلمها المشتري إلى الموظف المختص بالمقصورة ، ويوضح بهذه البطاقة اسم المشتري واسم البائع وكمية الأوراق محل

---

(١) تقضي المادة ( ١٦ ) من اللائحة الداخلية باعتبار الطلبات والعروض التي تظل إلى آخر الجلسة دون تعاقد عليها أسعار إقفال إذا كان سعر الطلبات أعلى وسعر العروض أدنى من آخر سعر دُوِّن في الجدول على أن يُذكر بجانب سعرها إحدى كلمتي ( مشتر أو بائع ) حسب الاقتضاء .

هذا وقد أدخل حديثًا نظام شاشات الكمبيوتر ؛ حيث يجلس مندوبو شركات الوساطة وأمام كل منهم شاشة متصلة بوحدة رئيسية في هيئة سوق المال ، ويتمكن من خلالها مندوبو هذه الشركات من تسجيل عروض البيع أو طلبات الشراء .

التعامل ونوعها وسعرها (١) .

**ثانيا : أسلوب تنفيذ العمليات في البورصات الأمريكية :**

تناولنا في الصفحات السابقة الكيفية التي يتم بها تداول الأمر الصادر من العميل في بورصة وولستريت ( Wall Street Stock Exchange ) وتعقبنا الأمر واقتفينا أثره منذ لحظة تلقي بيت الوساطة الأمريكي للأمر إلى أن يتم إبلاغ العميل بتمام التنفيذ ، ونتناول فيما يلي الكيفية التي يتم بها تنفيذ الأمر بما يحقق مصلحة العميل من خلال الحصول له على أفضل سعر ممكن ( Best possible Price ) ما لم يكن الأمر محدد السعر (٢) .

دعنا نتصور الآن أن الوسيط الأمريكي قد تلقى من خلال معاونيه بالبورصة أمرًا صادرًا إلى منشأته بشراء مائة سهم لشركة جنرال إليكتريك ( General Electric ) بأحسن سعر ، فور تلقي الأمر سيقوم الوسيط بالاتجاه إلى المقصورة ( Trading post ) التي يجري التعامل فيها ( trading ) على الأوراق المذكورة ، وبمراجعة الوسيط للأسعار المعلنة تبين له أنه قد تم تنفيذ عمليات لهذه الشركة بسعر ( $\frac{١}{٨}$ ٦٢ ) دولار لذلك فإن الوسيط لا يداخله أدنى شك - ما لم تكن الظروف القائمة غير طبيعية - أنه سوف يكون بإمكانه تنفيذ العملية بسعر قريب من هذا السعر ، حينئذ يبدأ الوسيط بالمناداة معلنًا اسم الشركة جنرال إليكتريك مستخدمًا الاصطلاحات المتعارف عليها في السوق ( what is G - E ) وهو بهذه العبارة يستفسر عن السعر المعروض والمطلوب في المقصورة ، فيرد أحد المحترفين ( Floor Traders ) الموجودين حول المقصورة بأن السعر ( ٦٢ ) إلى ( ٦٢ ) ( 62 to 1/4 ) .

واستخدام المصطلحات المختصرة على الوجه المتقدم ( Abbreviated terminology ) يهدف إلى توفير الجهد خاصة في ظل سوق يموج بالمعاملات ويتزاحم ويتنافس فيه المتعاملون من المستثمرين والمضاربين والمقامرين ، ولما كانت الأوامر - محل التعاقد - ما زالت قائمة ، فإن ذلك يعني أنها لم تصادف قبولًا حتى ذلك الحين ، ويوقن وسيطنا في هذه الحالة أنه لن يكون بوسعه الحصول على الأسهم المطلوبة بسعر ( ٦٢ ) دولار ، ولكنه يثق كل الثقة أن بوسعه الحصول على هذه الأسهم بسعر ( $\frac{١}{٨}$ ٦٢ ) دولار ؛ ومن

---

(١) يس عيد السيد ، بورصة الأوراق المالية بالقاهرة ، عام ( ١٩٤٩م ) ، ( جمعية الاقتصاد والتشريع ) .

(٢) Robert. H. Wessel, Principles of Financial Analysis. Op. cit. p.p 234 - 231.

ثم تبدأ محاولاته آملًا الوصول إلى هذا السعر الأخير ، فينادي ( ٦٢ ) دولارًا ، ومن ثم تبدأ محاولاته آملًا الوصول إلى هذا السعر الأخير فينادي ( ١/٨ ) لكل مائة (1/8 for 100) بما يعني أنه على استعداد لشراء مائة سهم بسعر ( ٦٢ ١/٨ ) دولار ، فإذا ما كان هناك وسيط آخر ينافس الآخرين في عملية البيع ، فمن المحتمل أن يقبل هذا السعر ، فإذا ما وجد هذا السعر لديه قبولًا ، حينئذ سوف ينادي بأعلى صوته ( Call out sold ) بما يعني موافقته على أن يبيع بهذا السعر ، فإذا لم يظهر هذا البائع الذي أبدى استعداده للبيع بسعر ( ٦٢ ١/٨ ) دولار فإن وسيطنا هنا سوف يقبل ( ٦٢ ١/٤ ) دولار ، وهو واثق تمامًا من القبول بهذا السعر .

فور تنفيذ العملية سوف يقوم كل من الوسيطين بتسجيل رقم « بادج » الآخر بما يحدد شخصية المنشأة التي اشتركت معه في تنفيذ العملية ، أما العقد الذي تم بموجبه تنفيذ هذه العملية ( Contract ) فهو عقد شفهي غير مكتوب ، وهذا لا يخل بالالتزام في أعراف البورصات المختلفة ، حتى لقد ذهب أحد الكتاب إلى القول بالتزام المتعاملين حتى لو كان أحدهم لصًا أو محتالًا في معاملاته خارج ردهة البورصة (١) .

ولو افترضنا أن الأمر الصادر إلى بيت الوساطة من العميل كان بيعًا ولم يكن شراءً فإن الأمر يقتضي من الوسيط هنا أن يعرض الأسهم للبيع بذات السعر الذي اشترى به خذ افتراضنا الأول أي ( ٦٢ ١/٨ ) وسوف ينادي في هذه الحالة (100 at 1/8) لا شك أن الدافع وراء قبول الوسيط لأن يعرض الأوراق بهذا السعر هو قيام وسيط آخر منافس بعرض نفس الورقة بسعر( ٦٢ ١/٤ ) والذي لم يصادف قبولًا من جانب المشترين ، فأعرضوا عنه وفي نفس الوقت فإنه قد حاول أن يحصل لعميله على فرق مقداره ( ١/٨ ) دولار يمثل الفرق بين أسعار الأسهم المعروضة والأسعار المطلوبة فاتخذ رقمًا بينيًا ووسطًا بين السعرين محققًا لعميله هذا الفرق .

---

(١) Paradoxically a man may be a fraud and a thief in his other dealings and at the same time be scrupulously honest, while on the floor of the exhange here a man's word is literally as good as his bond.

Robet wessel op. cit. p. 234.

**المَطْلَبُ الثَّاني : الوسطاء الماليون الذين لهم حق التعامل في البورصات وموقف الفقه الإسلامي منهم :**

**المنشآت والأشخاص الذين لهم حق التعامل والوساطة المالية في مختلف أسواق الأوراق المالية :**

لما كانت طرق وأساليب تنفيذ العمليات في أروقة البورصات وحول مقصوراتها تختلف من سوق لأخرى كان من الطبيعي أن تتباين التشريعات التي تحكم هذه الأسواق ، وأن تختلف طبيعة منشآت الوساطة المالية والأشخاص الطبيعية الذين يقومون بتنفيذ العمليات في مختلف أسواق الأوراق المالية .

ونود الآن قبل تقديم بعض النماذج أن نتحدث عن :

**أحكام الوكالة في الشريعة الإسلامية وأدلتها وتطبيقها على الوسطاء :**

الوكالة ( بفتح الواو وكسرها ) هي في اللغة : الحفظ والكفالة والتفويض ، واصطلاحًا : ففي ذلك تفصيل في المذاهب :

الشافعية – قالوا : الوكالة هي أن يفوض شخص شيئًا إلى غيره ليفعله حال حياته إذا كان للمفوض الحق في فعل ذلك الشيء مما يقبل النيابة .

الحنابلة – قالوا : الوكالة هي استنابة شخص جائز التصرف شخصًا مثله جائز التصرف فيما تدخله النيابة من حقوق اللّٰه تعالى وحقوق الآدميين .

الحنفية – قالوا : هي أن يقيم شخص غيره مقام نفسه في تصرف جائز معلوم على أن يكون الموكل ( بكسر الكاف ) ممن يملك التصرف .

المالكية – قالوا : الوكالة هي أن ينيب شخص غيره في حق له يتصرف فيه كتصرفه دون أن يقيد الإنابة بما بعد الموت [١] .

ويقول صاحب كفاية الأخيار : كل ما جاز للإنسان أن يتصرف فيه بنفسه جاز أن يوكل فيه أو يتوكل [٢] .

---

(١) الجزيري ، الفقه على المذاهب الأربعة ، دار الإرشاد ، ( ١٦٧/٣ ) .

(٢) كفاية الأخيار حل في غاية الاختصار ، الإمام تقي الدين أبو بكر الحسيني الدمشقي ، ( ص ٢٨٣ ) ، مكتبة ومطبعة عيسى البابي الحلبي .

والوكالة بالمعنى المتقدم جائزة بالكتاب والسنة والإجماع [١] ، أما الكتاب فلقوله تعالى : ﴿ فَابْعَثُوا أَحَدَكُم بِوَرِقِكُمْ هَٰذِهِ إِلَى الْمَدِينَةِ فَلْيَنظُرْ أَيُّهَا أَزْكَىٰ طَعَامًا فَلْيَأْتِكُم بِرِزْقٍ مِّنْهُ ... ﴾ [الكهف: ١٩] وهذه وكالة ، وأما السنة : فبما روي عنه ﷺ أنه وكل عمرو ابن أمية الضمري في قبول نكاح أم حبيبة ، وأبا رافع في قبول نكاح ميمونة [٢] ، وما ورد عن جابر بن عبد الله رضى الله تعالى عنهما قال : « أردت الخروج إلى خيبر فأتيت النبي ﷺ فقال : « **إذا أتيت وكيلي بخيبر فخذ منه خمسة عشر وسقًا ، فإن ابتغى منك آية فضع يدك على ترقوته** » [٣] ، وفي الحديث دليل على شرعية الوكالة والإجماع على ذلك .

وكل من صحُ تصرفه في شيء وكان مما تدخله النيابة صح أن يوكل فيه رجلًا أو امرأة مسلمًا كان أو كافرًا ، ولا يعلم خلافًا في جواز التوكل في البيع والشراء ؛ لأن الحاجة داعية إلى التوكيل فيه ؛ لأن الموكل قد لا يكون ممن يحسن البيع والشراء أو لا يمكنه الخروج إلى السوق ، وقد يكون له مال ولا يحسن التجارة فيه ، وقد يحسن ولا يتفرغ ، وقد أباحها الشرع وفقًا للحاجة وتحصيلًا لمصلحة الآدمي ، وكل ما جاز التوكيل فيه جاز استيفاؤه في حضرة الموكل وغيبته ، وهذا مذهب مالك [٤] .

ونعرض فيما يلي للشروط والأركان التي ذكرها فقهاؤنا الأعلام ، والتي بها تصح الوكالة مع مقارنتها بعقد وكالة وسطاء الأوراق المالية :

- لا تصح الوكالة إلا بالإيجاب والقبول ؛ لأنه عقد تعلق به حق كل واحد منهما ( الموكل والوكيل ) ، فافتقر إلى الإيجاب والقبول ، ويجوز الإيجاب بكل لفظ دل على الإذن نحو : أن يأمره بفعل شيء ، أو يقول : أذنت لك في فعله ، ويستدل على ذلك من قوله تعالى عن أهل الكهف : ﴿ فَابْعَثُوا أَحَدَكُم بِوَرِقِكُمْ هَٰذِهِ إِلَى الْمَدِينَةِ فَلْيَنظُرْ أَيُّهَا أَزْكَىٰ طَعَامًا فَلْيَأْتِكُم بِرِزْقٍ مِّنْهُ وَلْيَتَلَطَّفْ ﴾ [الكهف: ١٩] ولأنه

---

(١) المغني ، لابن قدامة أبي محمد بن عبد الله ، ( ص ٨٧ ) ، كتاب الوكالة ، مكتبة جمهورية مصر .

(٢) الحديث رواه مالك في موطأه عن سليمان بن يسار في باب نكاح المحرم ، وذكره الشوكاني في باب التوكيل في إقامة الحدود وغيرها .

(٣) الحديث أخرجه أبو داود وصححه ، ورواه أيضًا الدارقطني ، وعلق عليه الشوكاني بأنه دليل على جواز العمل بالإمارة ، أي بالعلامة ، وذكره صاحب سبل السلام في باب الوكالة .

(٤) المغني لابن قدامة ، مرجع سابق ، ( ص ٨٦ ) .

لفظ دل عليه ، ويجوز بكل فعل دل على القبول نحو أن يفعل ما أمره بفعله [١] .

وبتطبيق ذلك على عقد الوكالة التي يقوم بها وسيط الأوراق المالية في البورصات فإن الأمر الصادر من العميل إلى الوكيل بالبيع أو بالشراء يعد إيجابًا ، وتلقي الأمر من جانب الوسيط وشروعه في تنفيذه يعد قبولًا ، وبذلك يتوفر في هذا العقد أهم أركانه وهو الإيجاب والقبول [٢] .

ويجوز تعليقها على شرط كقوله : إذا جاء الشتاء فاشتر لنا فحمًا ، وإذا طلب منك أهلي شيئًا فادفعه إليهم ، وبهذا قال أبو حنيفة والشافعي ، ويستدل على ذلك من قول المصطفى ﷺ : « **أميركم زيد ، فإن قتل فجعفر ، فإن قتل فعبد الله بن رواحة** » [٣] .

وبتطبيق ذلك على عقد الوكالة في البورصة فإنه قد استبان من خلال الممارسات مع وكلاء البورصات أن الأوامر الصادرة إليهم غالبًا ما تكون مقيدة لتصرف الوكيل ، فإذا كان الأمر صادرًا بسعر محدد للأوراق المعروضة أو المطلوبة فهو توكيل معلق على شرط ، وهو الامتناع عن تنفيذ الأمر الصادر إليه حتى يبلغ السعر في السوق السعر الذي حدده موكله ، ويظهر عقد الوكالة المعلق على شرط بصورة أكثر وضوحًا في حالة الأوامر الصادرة من الموكلين إلى الوكلاء لوقف الخسائر فيما يسمى عند المتخصصين ( Stop loss orders ) ، وذلك إذا ما اتجه السعر نحو الانخفاض وخشي المستثمر من استمرار الخسارة ، لذلك فإنه يأمر وكيله أن يبيع الأوراق المبينة في الأمر إذا انخفض السعر إلى مبلغ يحدده في الأمر ؛ ولذلك فإن هذا الأمر يظل معلقًا على شرط ولا يتم تنفيذه إلا عند تحقق هذا الشرط .

ولما كان التوكيل يجوز بجعل وبغير جعل « أجرة أو عمولة » فإذا وكل شخص ما في بيع أو شراء استحق الأجر إذا عمله ، وكان رسول الله ﷺ يبعث عماله لقبض الصدقات « الزكاة » ويجعل لهم عمالة « أي عمولة أو أجرة » [٤] ، لذلك فلا غضاضة ولا كراهية في تقاضي الوسيط أي الوكيل لهذا الجُعل .

---

(١) المرجع السابق ، ( ص ٩٢ ، ٩٣ ) .

(٢،٣ ) المرجع السابق ، ( ص ٩٣ ) وقد أخرجه البخاري في كتاب المغازي ، باب غزوة مؤتة عن عبد الله ابن عمر ﷺ ( البخاري بشرح السندي ) ، ( ص ٥٨ ) دار إحياء الكتب العربية ، عيسى البابي الحلبي .

(٤) ابن قدامة ، مرجع سابق ، ( ص ٩٤ ) .

ولما كانت لا تصح إلا في تصرف معلوم ، وقد خالف في ذلك ابن أبي ليلى (١) فمن المعلوم أن الآمر بالبيع أو الشراء وهو الموكل إنما وكل الوسيط وهو الوكيل في تصرف معلوم وهو البيع أو الشراء لأصول مالية معلومة ومحددة تحديدًا نافيًا للجهالة على وجه لا يشوبه غرر كثير ولا قليل ، ومن المعلوم أن البيوع التي يجري تنفيذها في أسواق الأوراق المالية تتم على أصول مالية توصف جميعًا بأنها مثلية ولا مجال لاختلاف العلم المتعلق بالصفة عن العلم المتعلق بالحس هنا .

ولما لم يكن للوكيل البيع مطلقًا بدون ثمن المثل ولا بغير نقد حال ولا بغبن فاحش ؛ ولأن العرف يدل على ذلك فهو بمنزلة التنصيص فإنه بتطبيق ذلك على الوكيل بالعمولة في بورصات الأوراق المالية في مصر يسترعي انتباهنا توافق هذه الشروط ؛ فالتعامل من خلال سوق للمزايدة تتلاشى من خلاله احتمالات إلحاق الغبن الفاحش أو اليسير بالموكل ، والبيوع كلها عاجلة وفورية ؛ ولأن الأسعار معلنة يصبح لدينا دائمًا سعر واحد ، الأمر الذي يستبعد معه إمكان استفادة فئة دون أخرى أو وجود أكثر من سعر للورقة الواحدة في آن واحد ، ولا يشترط ذكر قدر الثمن - ذكره القاضي .

وقال أبو الخطاب : « لا يصح حتى يذكر قدر الثمن » بينما يرى ابن قدامة أن ذكر الثمن قد يضر ؛ لأنه قد لا يجد بقدر الثمن ، ومن اعتبر ذكر الثمن جوز أن يذكر له أكثر الثمن وأقله (٢) .

والرأي على هذا النحو لا يتصور إلا إذا سألت به خبيرًا ، بل وكأنما يتحدث أصلًا عما يجري في أسواق الأوراق المالية ؛ فحقيقة الأمر أن الأسعار تتحدد والصفقات تنعقد عند أعلى سعر طلب وأدنى سعر عرض ، ووضع حد أدنى أو أعلى للسعر من الأعراف الجارية في شتى أسواق الأوراق المالية فيما يطلق عليه السعر بالحد ؛ إذ يحدد العميل حدًا أدنى لسعر البيع « أو حد أعلى في حالة شراء » بحيث يمتنع على الوسيط البيع بأقل من هذا الحد ويصبح لزامًا عليه في هذه الحالة أن يبيع بأول سعر في البورصة يعادل أو يزيد عن الحد الأدنى « الوارد في أمر الموكل » ، ولا يجوز له التأجيل بحجة التريث أملًا في سعر أحسن وإلا كان مسؤولًا في حالة انخفاض الأسعار وفوات الفرصة .

---

(١) المرجع السابق .

(٢) ابن قدامة ، مرجع سابق ، ( ص ٩٥ ، ٩٦ ) مكتبة جمهورية مصر .

وكل وكيل جاز له التوكيل فليس له إلا أن يوكل أمينًا ؛ لأنه لا نظر للموكل في توكيل من ليس بأمين (١) .

ولما كان معاونو الوسيط من المندوبين الرئيسيين والوسطاء الذين لهم حق التعاقد يشترط فيهم - بمقتضى اللائحة العامة للبورصات - الأمانة والنزاهة والمقدرة فقد تحقق فيهم هذا الشرط أيضًا .

ويرى المالكية والشافعية والحنابلة أن من وكل في بيع شيء لم يجز له أن يشتريه لنفسه ، واللفظ هنا للحنابلة (٢) .

وتقضي المادة ( ٣٥ ) من اللائحة العامة للبورصات بأنه لا يجوز للوسيط أن يعقد عمليات لحسابه الخاص أو لحساب زوجته أو أحد أقاربه أو أصهاره إلى الدرجة الرابعة ولا يحل للوكيل تعدي ما أمره به موكله ، فإن فعل لم ينفذ فعله لقول اللّٰه تعالى : ﴿ وَلَا تَعْتَدُوٓاْ إِنَّ ٱللَّهَ لَا يُحِبُّ ٱلْمُعْتَدِينَ ﴾ [البقرة: ١٩٠] فوجب من هذا أن من أمره موكله بأن يبيع أو يبتاع له شيئًا بثمن مسمى ، فباعه أو ابتاعه بأكثر أو أقل ولو بفلس ، فما زاد لم يلزم الموكل ولم يكن البيع له أصلًا ؛ لأنه لم ينفذ البيع لأنه لم يؤمر بذلك (٣) .

وعلى ذلك جرت كافة الأعراف واللوائح في أسواق الأوراق المالية ، ولذلك تقضي المادة ( ٦٨ ) من اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية في مصر بالآتي :

« تعتبر العملية مقبولة نهائيًا من جانب العميل ما لم يرسل اعتراضًا مكتوبًا ومسببًا بمجرد تسلمه الإخطار ، وعلى الأكثر قبل الميعاد المعين لتسلم الأوراق المتعاقد عليها أو تسليمها » .

ونتحدث عن نموذجين لمنشآت الوساطة المالية :

**أولًا : القائمون بأعمال الوساطة في بورصة الكويت للأوراق المالية :**

يختلف مفهوم الوسيط في بورصة الكويت عن مفهوم الوسيط في بورصة الأوراق المالية في مصر ، وقد أجريت عدة تعديلات على اللائحة الداخلية لبورصة الكويت

---

(١) ابن قدامة ، مرجع سابق ، ( ص ٩٨ ) .

(٢) المغني ، ( ص ١١٧ ) ، د. محمد الشحات الجندي ، معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية ، ( ص ٤٧ ) .

(٣) المحلى لابن حزم ، ( ٢٤٦/٨ ) طبعة دار التراث ، مسألة ( ١٣٦٤ ) .

والتي كان آخرها بمقتضى المرسوم الصادر في ( ١٩٨٤/٨/٨م ) في شأن إدراج الوسطاء ومعاونيهم في سوق الكويت ، وتضمن هذا المرسوم إلغاء أحكام المواد من ( ٢٠ ) إلى ( ٣٠ ) من اللائحة الداخلية ، وقد حدد المرسوم المشار إليه الشروط الواجب توافرها في الوسيط على الوجه التالي :

يقصد بالوسيط في مجال تطبيق أحكام هذا المرسوم من يقوم بأعمال الوساطة في الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية في سوق الكويت للأوراق المالية ، وتقتصر عمليات الوساطة في السوق على الشركات المرخص لها بذلك ، ويقصد بممثل الوسيط الشخص الذي تقوم الشركة بتعيينه لكي ينوب عنها في القيام بأعمال الوساطة في الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية (١) .

ويقصد بمعاون الوسيط الشخص الذي يتبع الوسيط ويعاون ممثله في أعمال الوساطة « مادة ١ » .

ويستفاد من نص هذه المادة أن الأشخاص المرخص لهم بالعمل في الوساطة في بورصة الكويت هم :

١ - الوسيط .

٢ - ممثل الوسيط .

٣ - معاون الوسيط .

وغالبًا ما يستخدم الجوبر فراسته في التعرف على نية السمسار إن كان راغبًا في البيع أو قاصدًا الشراء ، فيحدد له في ضوء تنبؤاته سعري البيع والشراء ، خاصة وأن السمسار لا يكشف عن نواياه (٢) .

## ثانيًا : طبقات السماسرة والمشتغلين بالمتاجرة في البورصات الأمريكية ووظيفة كل منهم :

إن من يلقي نظرة على ردهة بورصة وول ستريت في مدينة نيويورك ، سوف يكون

(١) أسواق الأوراق المالية العربية - إعداد المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ، ( ص ٢٧٧ ) المرسوم واللائحة الداخلية لسوق الأوراق المالية في ( ١٩٨٣/٨/١٤م ) ، المراسيم واللوائح الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية الصادرة عن سوق الكويت للأوراق المالية .

( ٢ ) Harold wincott, The stock market, London.

بوسعه أن يشاهد حشدًا كبيرًا من أعضائها ممن لهم حق التعامل والوساطة في السوق ، وقد التفَّ بعضهم حول المقصورات ( Tradling Posts ) والتي تشبه كل منها « حدوة الحصان » ( Horsshoe Shaped ) بينما يشاهد البعض الآخر وهم يندفعون من مكان لآخر وكأنهم يتبادلون المواقع ، هذا الحشد الذي تموج به السوق ما هو إلا خليط من الوسطاء والمشتغلين بالمتاجرة في الأوراق المالية ( Dealers ) الذين اجتمعوا في سوق توصف بأنها سوق للمزاد [1] .

ونتناول فيما يلي طبقات الوسطاء والمشتغلين بالمتاجرة في الأوراق المالية :

**أولًا : الوسيط :**

الوسطاء في هذه السوق صنفان .

١ - وسيط بالعمولة ( Commission broker ) .

٢ - وسيط مفوض من قبل الوكيل بأجر زهيد ( Two dollor broker ) .

**الوسيط بالعمولة** ( The Commission broker ) : الوسيط في هذه السوق شأنه شأن كل وسطاء الأوراق المالية وكيل بالعمولة ، ينوب عن العملاء الذين يفوضونه في عمليات البيع والشراء ، وهو وحده صاحب هذا الحق أو الامتياز في شتى أسواق العالم ، ويمتنع عليه البيع والشراء لحساب نفسه ، وتتميز منشآت الوساطة في الولايات المتحدة الأمريكية بأن معظم هذه المنشآت لديها فروع في كافة أنحاء البلاد ، تربطها جميعًا شبكة من الاتصالات السلكية ، والقلة من هذه المنشآت ليس لديها فروع خارج مدينة نيويورك ، ولكنها تعتمد على المراسلين - في المدن والكبيرة والصغيرة - من البنوك والوسطاء من غير الأعضاء في سوق الأوراق المالية ، الذين يعتمدون في تنفيذ أوامر عملائهم على منشآت الوساطة في مدينة نيويورك .

ومما يميز منشآت الوساطة أيضًا في مدينة نيويورك هو حرص كل منها على تخصيص حجرة يطلق عليها ( board room ) وقد اكتسبت هذه الحجرة اسمها من تلك السبورة التي تغطي جدارًا بأكمله ، وعلى تلك السبورة يتم تسجيل كافة المعلومات وأحداثها ،

---

(١) Charles Amos Dice op. cit. P. 137.

- Fredick Amling op, cit. P. 241.

- Robert H. Wessel op. cit. P. 213.

والتي تتعلق بأوراق أكثر الشركات أهمية فيما يعرف بالأوراق القائدة ( Leading stock ) وقد استبدلت بعض منشآت الوساطة هذا النظام اليدوي بنظم تشغيل كهربائية والتي تعمل بكفاءة عالية .

**الوسيط الموكل من قبل الوكيل** ( The Two - dollar broker ) : يباشر هذا الوسيط عمله لأعضاء البورصة مقابل عمولة محددة ، أما عن سبب وأصل هذه التسمية فترجع إلى ما قبل سنة ( ١٩١٩م ) حينما كان هذا الوسيط يفوض من قبل وسيط آخر لتنفيذ أوامر عملائه مقابل عمولة قدرها دولارين عن كل مائة سهم ، ومن هنا بدأت التسمية ، وفي سنة ( ١٩١٩م ) زادت نسبة العمولة إلى( ٣,٥ ) دولار ، وهناك ثمة شبه بين الوظيفة التي يقوم بها هذا الوسيط والوظيفة أو الدور الذي يقوم به أحد المحامين المفوضين من قبل زملائهم ؛ إذ يتعين على المحامين الحضور في دوائر قضائية متعددة في آنٍ واحد ، فيوكل بعضهم بعضًا في حضور الجلسات لتعذر وجود المحامي في عدة أماكن في آنٍ واحد .

وكذلك الحال بالنسبة لوسطاء الأوراق المالية فإن تنفيذ الأوامر الصادرة إليهم تقتضي وجودهم في عدة مقصورات في ردهة البورصة في آن واحد ، خاصة وأن تنفيذ تعليمات العميل ومراعاة مصلحته قد تقتضي وجوده وتنفيذه لأوامره في عدة مقصورات في ذات الوقت ، وتفصيل ذلك – كما سبق منا التنويه في موضوع سابق – أن الأوامر الصادرة بالبيع أو الشراء لا يتم تنفيذها في مقصورة واحدة ؛ إذ تتعدد المقصورات ، وتختص كل منها بعدد معين أو بنوع معين من الأوراق ؛ بحيث لا يجري التعامل في إحدى المقصورات على ورقة ما يُجرى التعامل عليها في مقصورة أخرى .

ولذلك فعندما يكون لدى أحد الوسطاء أو أحد المشتغلين بالمتاجرة في الأوراق المالية بعض الأوامر التي يتعذر تنفيذها للأسباب المتقدمة فإنه يلجأ إلى هذا الوسيط ( A tow dollar broker ) ليقوم بهذه المهمة نيابة عنه مقابل العمولة التي سبق بيان تطورها .

وعن أهمية هذه الوظيفة ، فلا ريب أن هذا الوسيط المفوض من قبل الوسيط الوكيل يؤدي خدمة عظيمة في السوق من خلال تنفيذه للأوامر بكفاءة ؛ لأن عدم قيامه بهذا الدور يؤدي إلى تراكم الأوامر في أيدي الوسطاء ، واستحالة تنفيذها في الوقت المناسب ، وإهدار حقوق العملاء ، وإثارة المنازعات بين الوسطاء والعملاء .

وإذا كانت العمولة التي يتقاضاها هذا الوسيط زهيدة ، فإنه لا ينبغي إغفال حقيقة مهمة وهي أنه لا وجه للمقارنة بين الأعباء والنفقات وتكاليف ممارسة المهنة التي يتحملها الوسيط وتلك التي يتحملها الوسيط المفوض ، سواء من ناحية التجهيزات المكتبية أو العمالة التي تعاونه .

**ثانيًا : المشتغلون بالمتاجرة في الأوراق المالية** ( The floor traders ) :

تتلخص وظيفة هذه الفئة في بيع وشراء الأوراق المالية ليس لحساب غيرهم وإنما لحسابهم ، وهم أعضاء في بورصة الأوراق المالية ، ويطلق عليه أيضًا على سبيل التقريب لفظ « ديلر » ( Dealer ) وإن كان مفهوم هذا اللفظ ينصرف إلى من يقومون بعمليات البيع والشراء في السوق غير الرسمية ، ويمتنع على المشتغلين بالمتاجرة في الأوراق المالية الاتصال بالجمهور أو تنفيذ الأوامر لأعضاء البورصة .

وثمة فرق يتعين الإشارة إليه بين أن يتعامل هذا العضو مع أعضاء البورصة ، وبين أن يشتري أو يبيع لحسابهم ؛ فهاتان مسألتان مختلفتان ، ولكونه عضوًا في البورصة ويقوم بتنفيذ العمليات لحسابه الخاص ، لذلك فإنه لا يتحمل أية عمولات ويقنع بأدنى هامش من الربح آخذًا في الاعتبار أن تكاليف وأعباء ممارسة وظيفته تعتبر هينة ، ذلك أنه غالبًا ما يكتفي باستئجار غرفة مكتب ( Desk room ) لدى أحد بيوت الوساطة ويدفع مقابل ذلك مبلغًا معينًا مقابل شغل المكان ومعاونته في عمليات إمساك الدفاتر والتصفية في غرفة المقاصة والمعلومات التي تتعلق بمعاملاته في السوق ، ويطلق على من يقوم بهذه الوظيفة أيضًا ( Room trader ) نسبة إلى الغرفة التي يستأجرها .

ويعتمد هؤلاء التجار في تحقيق أرباحهم على حجم معاملاتهم وسرعة دوران الأسهم ، وهؤلاء الأفراد ليسوا مضاربين « بالمفهوم الغربي للفظ » على الصعود أو الهبوط لفترة طويلة شأنهم في ذلك شأن الجوبرز ( Jobbers ) ، ويرى علماء الاستثمار والمتخصصون في شؤون البورصات أن المتاجرة في الأوراق المالية من خلال هذه الفئة تؤدي إلى ثلاث مزايا :

**الأولى** : خلق سوق مستمرة .

**الثانية** : تضييق الفرق بين سعري البيع والشراء .

**الثالثة** : تؤدي إلى الحد من تقلبات الأسعار بين ساعة وأخرى وتعمل على استقرارها .

هذا ومن المعروف أن أوامر الوسطاء لا تصل إلى السوق منتظمة ، حتى إنه في لحظة معينة قد يكون هناك كم هائل من أوامر الشراء يقابله كم محدود من أوامر البيع أو على النقيض من ذلك قد يكون هناك كم كبير من أوامر البيع لا يقابله سوى كم محدود من أوامر الشراء ، هنا يصبح بوسع هؤلاء المتاجرين اغتنام الفرص المتاحة من خلال البيع في الحالة الأولى وتحقيق هامش معقول من الربح ، أو الشراء في الحالة الثانية ، وبالتالي يسترد ما سبق أن باعه بثمن أقل ، وهذا مما يحول دون حدوث تقلبات عنيفة في السوق .

إلا أن لهذه الوظيفة مخاطرها ؛ فطالما أن هامش الربح الذي يحققه هؤلاء الديلرز ضيقًا فإن كثرة أخطائه تؤدي إلى تعاظم المخاطر ، ولما كانت التقلبات المحدودة في السوق يصعب التنبؤ بها لذلك يتعين على المشتغلين بالمتاجرة في الأوراق المالية أن يكونوا من ذوي الخبرة الطويلة في هذا المجال .

إلا أن هناك ما يستحق أن نتوقف عنده لحظة ؛ إذ يرى علماء الاستثمار والمختصون بشؤون البورصات أن كل من يكرس كل وقته في هذا العمل يصبح موضع انتقاد باعتباره من كبار المقامرين الذين يناورون ويؤثرون على حركة الأسعار ويخلقون قيمًا مصطنعة وغير حقيقية [1] ، وأن هذه الفئة لا تؤدي خدمة اقتصادية مهمة وأن أنشطتهم تؤدي إلى زيادة عدم استقرار السوق [2] .

**التاجر المتخصص متعدد المهام** ( The specialist ) : هو الشخص الذي يجمع بين عملي « الديلر » والوسيط ، فحينما يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية لحسابه الخاص فهو يقوم بعمل « الديلر » وحينما يبيع ويشتري لحساب وسطاء الأوراق المالية والديلرز أيضًا مقابل تقاضي عمولة ، فهو يقوم بذلك بعمل الوسيط ، إلا أنه يمتنع عليه الاتصال بالعملاء شأنه في ذلك شأن الوسيط المفوض من قبل الوسيط الأصيل ( The two Dollar broker ) وكذلك من يشتغلون في أعمال المتاجرة في الأوراق المالية ( The floor traders ) ، ويقتصر تعامل الوسيط المتخصص ( The specialist ) على عدد

---

(١) The trader who devotes his time to his work is often criticized as being a high - class gambler who manipulates prices and creates artificial values, On the contrary his work stabilizes prices and provides a constant market. Charles Amos Dice & Eiteman, stock market 3rd ed. Op. cit. p 140.

(٢) The Floor - trader has been criticized as performing no important economic function and that their activities increase market instabilily Fredrik Amling op, cit. p. 243.

قليل من الأوراق ، وفي الأوقات التي ينشط فيها السوق فإنه قد يتعامل على ورقة واحدة نظرًا لتعذر وجوده في أكثر من موقع في آنٍ واحد .

أما عن أصل هذه التسمية فتروي لنا كتب الأدب المالي من تراث الأسواق أن واحدًا من أنشط أعضاء البورصة فقد أحد ساقيه ؛ الأمر الذي استحال معه أن يستمر في أداء مهنته لكونه عاجزًا عن الحركة والانتقال من مكان إلى آخر في مواقع التعامل ؛ لذلك فقد اتخذ قراره ووقع اختياره على ورقة مالية معينة كان التعامل نشطًا عليها ، وقرر أن يتخصص في التعامل على هذه الورقة وهي خاصة بشركة ( Western Union ) فاتخذ موقعه في المقصورة ( The trading post ) التي يجري فيها التعامل على هذه الورقة ، وبدأ الوسطاء في إعطائه أوامرهم المتعلقة بهذه الشركة لتنفيذها ، وكان لنجاح هذا الأسلوب والتزاحم على الوسيط المتخصص أن صار عمله أكثر ربحية ممن يتاجرون في جميع الأوراق .

ومع هذا فإن مهمة الوسيط المتخصص ليست سهلة ولا هينة ؛ إذ عليه أن يقف في المقصورة يستقبل الأوامر الوافدة عليه ويقوم بتنفيذها رغم تعاظم كمياتها .

إن دقة الملاحظة والمعرفة المتميزة والفائقة ( Super Knowledge ) وسرعة اتخاذ القرار والتصرف في الوقت المناسب تعد من مقتضيات أداء هذه الوظيفة .

والوظيفة الاقتصادية للوسيط المتخصص تتفق ووظيفة المشتغلين بالمتاجرة في الأوراق المالية ؛ إذ إنه يساعد على خلق سوق مستمرة ( Constant market ) للأوراق المالية التي يتعامل عليها ، وإذا كان هناك من لا يبيع أو يشتري فإنه يقف في موقعه مستعدًا دائمًا للبيع والشراء ، وهو كذلك يساعد على التخفيف من حدة تقلبات الأسعار وبالتالي العمل على استقرارها نسبيًا .

إلا أنه لما كان هذا الوسيط المتخصص ( The specialist ) يبيع ويشتري لحسابه ولحساب الوسطاء ، والديلرز أيضًا ، ولما كان لدى هذا الوسيط من المعلومات ما ليس لدى غيره ، فإنه يصبح في وضع يمكنه من الاستفادة من عملائه .

ولتوفير الحماية للعملاء فقد وضعت بورصة نيويورك مجموعة من القواعد ، ومن هذه القواعد ألا يترخص أي عضو في التخصص في ورقة مالية معينة ما لم يكن مسجلًا بصفته ( Specialist ) وألا تكون له صلة بأحد الصناديق أو الأوعية المماثلة التي تتعامل

في هذه الأسهم .

**الظروف التي تقتضي الاستعانة بالتاجر المتخصص :**

١ - إن الوسيط الذي لديه عدد من أوامر البيع أو الشراء سوف يلجأ إلى الوسطاء المتخصصين إذا كانت هذه الأوامر تقتضي مهارة خاصة عند التنفيذ ، أو إذا كانت مما يتعين تنفيذه في عدة مقصورات ( Trading posts ) .

٢ - الوسيط الذي لديه خليط من الأوامر بعضها بسعر السوق والبعض الآخر بأسعار محددة ليس بوسعه أن ينتظر حتى يصل السعر إلى السعر المحدد في الأمر ، ذلك أن أمامه أوامر أخرى يتعين تنفيذها في مقصورات أُخر ؛ بل وقد يتم استدعاؤه إلى غرفة الهاتف في الوقت الذي يصل فيه السعر في المقصورة إلى السعر المحدد في الأمر .

٣ - لو افترضنا أن لدى الوسيط أوامر مفتوحة ( Open orders ) بمعنى أنها سارية المفعول حتى التنفيذ ، وبفرض أن أحد هذه الأوامر بشراء مائة سهم من أسهم الصلب الأمريكية ( U.S. Steel ) بسعر ( ٧٠ ) دولار ، وكان السعر حينئذ ( ٧٣ ) دولارًا ، ليس بمستغرب ألا يصل السعر ذلك اليوم ولعدة أيام تالية إلى السعر المحدد في الأمر ، ولكن لما كان الوسيط المتخصص ملازمًا لموقعه ملازمة الظل لصاحبه طوال فترة انعقاد الجلسات ، فإنه يصبح في وضع متميز يمكنه من تنفيذ هذه الأوامر بكفاءة عالية .

٤ - إن معظم الأوامر الصادرة بوقف الخسائر ( Stop loss orders ) إنما تتم عن طريق هذا الوسيط المتخصص بسبب وجوده المستمر في المقصورة ، وبالتالي قدرته على متابعة الأسعار من لحظة لأخرى .

**ميكانيكية تنفيذ العمليات المشتركة بين الوسيط المتخصص والوكيل بالعمولة** : إذا ما تلقى الوسيط أمرًا في ردهة البورصة ببيع مائة سهم من أسهم شركة الصلب الأمريكية ( U.S. steel ) فإنه سوف يسرع إلى المقصورة التي تباع فيها هذه الورقة وتشترى ، ويستفسر من الوسيط المتخصص عن سعر السوق ، ولما كان الوسيط المتخصص لا يعلم إن كان الوسيط الذي يستعلم بائعًا أو مشتريًا ، فإنه سوف يخبره بأعلى سعر طلب وأدنى سعر عرض وليكن ( ٨٤ ) دولارًا إلى ( ٨٥ ) دولارًا ، بمعنى أنه على استعداد لأنه يشتري بالسعر الأول ويبيع بالسعر الأخير ، ولما كان الوسيط يسعى إلى تحقيق مصلحة عميله ، ويبذل في ذلك غاية الجهد وصولًا لأفضل سعر يمكنه الحصول عليه ؛

لذلك يقوم الوسيط بعرض الورقة في المقصورة على أمل أن يجد من يقبل شراءها بسعر ( ٨٥ ) دولارًا ، فإذا لم يصادف عرضه قبولًا فسوف يعرض الورقة للبيع بذات السعر الذي قبله الوسيط المتخصص الأول وهو ( ٨٤ ) دولارًا ، حينئذ سوف يجد من يقبل هذا السعر من أعضاء البورصة فينادي أحدهم معبرًا عن قبوله لها ( Take it ) فيكون ذلك إيجابًا منه ويرد البائع بما يفيد معنى القبول ( Sold to you 100 shares U.S. steel at 81 8/7 ) .

هذا ، وتبلغ نسبة العمليات التي يعقدها الوسطاء المتخصصون لحسابهم الخاص ( ١٥٪ ) من جملة معاملاتهم ، ولأوامر الوسطاء الأسبقية في المقصورة على الأوامر التي ينفذها الوسطاء المتخصصون لحسابهم ، ولقد كانت العمولة التي يتقاضاها الوسطاء المتخصصون من سائر الوسطاء مقابل تنفيذ العمليات التي يكلفونهم بها حتى مطلع عام ( ١٩٧٧م ) من ( ١,٢ ) سنت عن السهم الذي تقل قيمته السوقية عن ( ٢ ) دولار إلى ( ٤,٥ ) سنت عن السهم الذي تبلغ قيمته السوقية ( ٢٠٠ ) دولار فأكثر ، أما الآن فإن العمولة تخضع للمفاوضة والمساومة [١] .

**تاجر تجزئة الأوراق المالية ( The odd Lot dealer )** : تختلف وحدة التعامل – أي الحد الأدنى من الكميات التي يجري التعامل عليها – من بورصة لأخرى ؛ لذلك نجد أن وحدة التعامل في البورصات المصرية خمسة وعشرون سهمًا [٢] ، وهذا العدد يمثل الحد الأدنى في كل صفقة يتم التعاقد عليها داخل المقصورة ، أما في بورصة وول ستريت الأمريكية فإن وحدة التعامل مائة سهم ، وبالتالي فإن كل مائة سهم تعتبر ( Round lot ) وما دون ذلك يعتبر ( Odd lot ) .

ونظرًا لما بدا من تزايد الطلب من جانب صغار المستثمرين على التعامل على ما دون هذا العدد من الأسهم الذي يمثل وحدة التعامل في الولايات المتحدة ؛ فقد بادر عدد من بيوت الوساطة – تمشيًا مع رغبات فئة من المستثمرين – بتطوير أعمالهم وقبولهم التعامل كوسطاء بين العملاء وبين تجار التجزئة الذين قبلوا التعامل على الأوراق التي يقل عددها

(١) Fredrick Amling op. cit. P. 242.
Dice : op. cit. p. 138.

(٢) تم تعديل وحدة التعامل بمقتضى القانون رقم ( ٩٥ ) لسنة ( ٩٢ ) إلى مائة سهم .

عن مائة سهم ، وهؤلاء التجار جميعهم من الوسطاء المتخصصين ، أما عن كيفية تعاملهم في هذه الأوراق – والتي يمتنع قانونًا عقد صفقات عليها داخل المقصورة – فتتم على الوجه التالي :

١ – في حالة وجود عروض بيع يقوم الوسيط ببيع هذه الأوراق إلى تاجرالتجزئة والذي لا يألو جهدًا في تجميعها ثم إعادة بيعها في المقصورة عندما يصل عددها إلى ما يماثل وحدة تعامل كاملة .

٢ – في حالة وجود طلبات شراء يقوم تاجر التجزئة بشراء وحدة تعامل كاملة « مائة سهم » من خلال المقصورة ثم يقوم بتفتيتها ( Splits it up ) وفقًا لرغبات المشترين من صغار المستثمرين الذين لا يتعامل معهم بطريقة مباشرة ، ولكن من خلال الوسطاء باعتبارهم وسطاء بينه وبين العملاء .

أما عن السعر فيتم تحديده على أساس نسبة معينة من الأسعار التي تمت بها المعاملات في ذات اليوم ، هذا ولقد صار عمل هذه الفئة على درجة كبيرة من الأهمية من وجهة النظر الاقتصادية والاجتماعية [١] .

الموازنون ( The Arbitragers ) : يعرف الموازن بأنه الشخص الذي يشتري في سوق ويبيع في سوق أخرى مبتغيًا الحصول على فرق السعرين [٢] ، وتتم هذه البيوع في شتى

---

( ١ ) Dice : op. cit. p. 138.

Fredrick Amling, op. cit. P. 241.

(٢) ليست هناك ترجمة دقيقة لكلمة ( Arbitrage ) فهذا المصطلح كما سبق تناوله يشير إلى قيام أحد المحترفين في البورصات بالشراء في أحد الأسواق والبيع في سوق آخر بغرض الحصول على فرق السعرين ، ولا يستهدف المحترفون تحقيق التوازن بين الأسواق ؛ ولذلك خلت الترجمة في معاجم اللغة الأجنبية المتخصصة من المعنى الشائع ومنها :

Arbitrage, the business of buying some commodity, currency or bill of exchange in one market and selling it in another almost at the same time, thus taking advantage of any difference in price or exchange rate between the two market (longman Dictionary English J. H. ADAM). Of Business.

وفي موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية تم ترجمة الكلمة الإنجليزية ( Arbitrage ) وتعريفها بالوظيفة التي تؤديها وليس بالنتيجة التي تترتب على القيام بها وتحت عنوان « انتقال رؤوس الأموال من توظيف لآخر » وصفتها الموسوعة بأنها عملية نقل رؤوس الأموال القصيرة الأجل من توظيف إلى آخر للحصول على عائد أفضل ، وتجري هذه العملية من مركز مالي « كبورصة باريس » مثلًا إلى مركز مالي آخر=

الأسواق السلعية والمالية ، وبين سوقين داخل البلد الواحد أو بين سوقين أحدهما داخلية والأخرى خارجية ؛ ففي البورصات السلعية تختلف رتب السلع ودرجة جودتها ، وتختلف تبعًا لذلك أسعارها ؛ فأسعار القطن المصري تختلف باختلاف الرتبة والدرجة عن أسعار القطن الأمريكي إلا أن هناك دائمًا نسبة معلومة بين أسعار القطن في البلدين .

فإذا اختلفت هذه النسبة بأن ارتفع سعر القطن المصري بالنسبة للقطن الأمريكي فإن ذلك سوف يدفع بعض المحترفين من أعضاء البورصة إلى بيع القطن المصري وشراء القطن الأمريكي ، ويحققون بذلك لأنفسهم هامشًا من الربح ، ويترتب على هذه البيوع عادة إعادة التوازن بما يسمح ببقاء السعر بين القطنين في حدود النسب المعلومة .

وما يتم في الأسواق السلعية يتم أيضًا في أسواق الأوراق المالية ، ذلك أن هبوط سعر إحدى إصدارات الأوراق المالية – وخاصة الدولية – في أحد الأسواق من شأنه دفع المحترفين في البورصات إلى شرائها بقصد إعادة بيعها في سوق أخرى .

ويشير مصطلح الموازنين ( The Arbitragers ) في بورصة وول ستريت إلى مجموعة من المحترفين الذين يشتغلون بعمليات البيع والشراء فيما بين بورصة نيويورك والبورصات الخارجية ، وعلى الأخص بورصة لندن ، وقد كان لهؤلاء المحترفين موقعًا ثابتًا في البورصة فيما قبل الحرب العالمية ، إلا أن الحال قد تغير الآن وانتقل تنفيذ هذه

---

= « كبورصة لندن » وذلك عندما يكون الفرق بين عملتي الفائدة في المركزين أكبر من تكاليف تغطية الخطر الذي يترتب على احتمال تغيير سعر الصرف بين عملتي المركزين ، كذلك تحدث مثل هذه العملية بين السندات المختلفة التي تطرح للبيع في نفس البورصة ، عندما تختلف أسعار فائدتها وأثمانها تبعًا لذلك » ولم تتطرق الموسوعة مطلقًا لموضوع التوازن » .

« موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية ، د. عبد العزيز كامل ، دار النهضة العربية ، بيروت » .

ثم تناول دايس واتيمان ( Dice & Eiteman ) في أعظم المراجع التي تناولت موضوع البورصات ، ونقل عنهما كبار الكتاب في الأدب المالي تعريف القائمين بهذه العمليات بقوله :

An Arbitrager is one who buys in one market and sells in another for a higher price, He makes his profits by buying, for example, in Chicago, and selling in New York at a price leaves him a margin at profit beyond his expenses. The term, Arbitragers, however suggests a group of men who traded between New York and Foreign exchanges principally the London Stock Exchange, The business of arbitraging has been removed from the Floor and is now carried on the offices of members of the Exchange. ( charles Amos Dice & Eiteman, op. cit. p. 145 - 146 ) .

العمليات من ردهات البورصة إلى مكاتب أعضاء البورصة .

**صانعو الأسواق** ( Market Makers ) : يلعب صانعو الأسواق دورًا بالغ الأهمية في جميع أسواق الأوراق المالية العالمية حتى لا يكاد المرء يتصور إمكان الاستغناء عنهم دونما التسبب في تعطيل عملية التداول عن دورها المنظم .

ويقوم بوظيفة صانعي الأسواق في لندن فئة من الوسطاء المشتغلين بالتجارة في الأوراق المالية ، وهم أولئك الذين يعرفون « بالجوبرز » ( Jobbers ) ويبلغ عددهم ثلاثة عشر تاجرًا ، يتعاملون مع وسطاء الأوراق المالية من أعضاء البورصات في سوق مستمر تتدفق فيه أوامر البيع والشراء [1] .

وليس من المتصور في هذه السوق ولا غيرها حدوث اختناقات على أحد الإصدارات أو تدفق عروض البيع دون أن يقابلها طلبات شراء في وجود صانعي الأسواق ؛ إذ تحتفظ السوق دائمًا بحالة من التوازن بين العرض والطلب ، ويتحقق هذا التوازن من خلال الدور الذي يقوم به « الجوبرز » وصانعو الأسواق ، فما كان الوسيط - في لحظة - بائعًا إلا وكان الجوبر مشتريًا ، وما كان الوسيط مشتريًا إلا وكان الجوبر بائعًا ، ويترتب على ذلك استمرار تدفق السيولة في السوق والمحافظة على توازن العرض والطلب ، حتى أنه ليصدق القول أن دور الجوبر مع الوسيط أشبه في أدائه بنظرية الأواني المستطرقة .

ويتحقق لسوق التداول بذلك أهم وظائفه وهي القدرة على تسييل الأوراق المالية بسرعة وسهولة ، وإيجاد توازن مستمر بين العرض والطلب مما يخفف من حدة تقلبات الأسعار ويؤدي إلى استقرارها واقترابها من الثمن العادل ( Fair price ) فضلًا عن ضمان استمرارية السوق .

وفي بورصة نيويورك يتعاظم دور صانعي الأسواق على اختلاف مسمياتهم ، ولعل أكثرهم حيوية وقدرة ونشاطًا هم من يتسمون بالمتخصصين ( Specialists ) وعددهم وحدهم يبلغ حوالي ( ٣٦٠ ) تاجرًا متخصصًا ، ويشارك هؤلاء في صناعة السوق

---

(١) أسواق رأس المال في الدول العربية ، إعداد صندوق النقد العربي ، بحث د. هاشم الصباغ ، وأيضًا :
( Harold wincott, the stock market. London ) .
- مجلة البورصات العربية ، بحث السيد / فيصل علي المطوع ، العدد الثاني ، شوال ( ١٤٠٥هـ ) ، حزيران

( Market making ) سائر أعضاء البورصة المشتغلين بأعمال المتاجرة لحسابهم ، وهم الذين يطلق عليهم ( Floor traders ) ، وكذا التجار الذين يتعاملون على عدد من الأوراق يقل عن وحدة التعامل ( Odd lot Dealers ) بغرض مقابلة احتياجات صغار المستثمرين وإن كانوا لا يتعاملون معهم بطريقة مباشرة ؛ كل أولئك وغيرهم من المشتغلين بأعمال المتاجرة في الأوراق المالية يقومون بدور صانعي الأسواق في بورصة نيويورك .

ولا يقتصر دور صانعي الأسواق على الأسواق الرسمية ، وإنما يتسع هذا الدور من جانبهم ليشمل الأسواق غير الرسمية ؛ إذ يقوم الديلرز في هذه الأسواق بدور رئيسي في صناعة هذه السوق ، وقد سبق التصدي لهذه المسألة بالتفصيل عند تناولنا لدور الديلرز في الأسواق غير الرسمية .

ولعله من المفيد أن نضيف أن المهمة التي تضطلع بها شركات الوساطة المالية في صناعة الأسواق لا تدخل ضمن فلسفة عملها أية اعتبارات تستهدف دعم السوق التي تعمل بها ، وما دخولها السوق بائعة أو مشترية إلا بغرض تحقيق هامش من الربح يمثل الفرق بين سعري البيع والشراء ( The spread between asked and Bid quotations ) فما يباع من خلالهم اليوم يسترد في الغد بثمن أقل ليباع مرة أخرى بثمن أعلى .

ويتعين الإشارة هنا إلى الآتي :

١ – أن التزام صانعي الأسواق بتسعير الأوراق المالية بيعًا وشراءً تحت جميع الظروف السوقية ( عدا القهرية منها ) يقتضي تمتعهم بمقدرة مالية وقدرة استكشافية خارقة وخبرة واسعة .

٢ – أن ضخامة المسؤولية الملقاة على عاتق صانعي الأسواق ، وعظم المخاطر التي يتحملونها ، وتعذر تنفيذ الوسطاء لأوامر عملائهم في عدة مواقع في آنٍ واحد ، هي التي دعت المشتغلين بالمتاجرة إلى التخصص في قطاع معين وإصدار واحد في هذا القطاع أو عدد من الإصدارات يقل عادة عن عدد أصابع اليد الواحدة .

٣ – أن تعدد صناع السوق والتنافس الحر فيما بينهم هو ضمان لاستمرارية التداول والحيلولة دون سيطرة أحد الأطراف على السوق وحركة الأسعار .

٤ – أن طبيعة أعمالهم تقتضي حضورهم المستمر داخل قاعات التداول ، وهو الأمر

الذي يمكنهم من تحديد أسعار البيع والشراء .

**ضمان جدية المعاملات وعدم صوريتها :** تقضي المادة ( ٦٩ ) من اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية في مصر بالآتي :

« يجب على الوسيط التحقق من وجود الأوراق أو ثمنها لدى العميل صاحب الشأن قبل إجراء التعاقد ، وله أن يطلب من العميل أن يسلمه الأوراق أو الثمن قبل التعاقد ، وللجنة البورصة عند الاقتضاء أن تقرر إلزام الوسيط بذلك بالنسبة إلى بعض الأوراق المالية أو كلها [1] .

- وتقضي المادة ( ٣٥ ) من اللائحة الداخلية بأن يكون تسليم الأوراق المبيعة في مكتب المشتري مقابل أداء الثمن بواسطة شيك على غرفة المقاصة ، وللبائع حق تسليم الأوراق خلال اليوم الأول في بورصة الإسكندرية واليوم الثاني في بورصة القاهرة ، ويلتزم المشتري بأداء الثمن عند التسليم ، وتعين لجنة البورصات الساعات التي يمكن فيها أداء الثمن .

- يقابل هذه المادة في النظام الداخلي لسوق عمان المالي المادة ( ٤١ ) فقرة ( ب ) ، والتي تنص على الآتي : « على الوسيط عدم القيام بالتعامل بالأوراق المالية إلا بعد التأكد من حيازة شهادة ملكية الأسهم من قبل مالكها أو من ينوب عنه قانونًا ، أو أن تبين الشركة أن الشهادة موجودة في حوزتها وليست محجوزة أو مرهونة أو مفقودة ولم تعط شهادة جديدة بدلًا عنها » .

- وتنص المادة ( ٣٦ ) من لائحة سوق الكويت على الآتي :

« على الوسطاء في موعد أقصاه يوم العمل التالي ليوم التداول ؛ اتخاذ جميع الإجراءات المتعلقة بتحويل ملكية الأسهم وسداد أثمانها إلى عملائهم وفقًا لنظام التقاضي الذي تحدده إدارة السوق ، ويتحمل الوسطاء كامل المسؤولية عن جميع الصفقات التي قاموا بإبرامها ما لم تنفذ خلال الموعد المذكور » .

---

(١) لم يتضمن قانون سوق رأس المال أو لائحته التنفيذية ما يوجب على الوسيط التحقق من وجود الأوراق أو ثمنها ، إلا أن شركات الوساطة تلتزم بمضمون المادة ( ٦٩ ) من اللائحة العامة للبورصات الملغاة التزامًا بالقواعد التي تضعها البورصة ، والتي أشارت إليها المادة ( ٩٤ ) من اللائحة التنفيذية وبما جرى عليه العرف

- تتفق بورصة كوبنهاجن مع باقي البورصات في تحمل الوسيط للمسؤولية في إنجاز العمليات أي تسليم الأوراق المباعة إلى المشتري وتسليم الثمن للبائع ، ولذلك تنص المادة السابعة عشر من قانون بورصة كوبنهاجن رقم ( ٢٢٠ ) سالف الذكر على الآتي :

أعضاء البورصة مسؤولون أمام بعضهم البعض عن إتمام العمليات التي نفذت بواسطتهم في البورصة :

( The members of the stock exchange shall be responsible towards each other for the completion of the transactions carried out by them on the exchange ) .

**إحكام الرقابة على الوسطاء** : درءًا للمفاسد التي يمكن أن تترتب على محاولة الوسيط الاستفادة من الوكالة التي عهد إليه بها الآخرون وإمكان المتاجرة بحقوق هؤلاء الموكلين ، قضت المادة ( ٣٥ ) من اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية في مصر بأنه : « لا يجوز للوسيط أن يعقد عمليات لحسابه الخاص أو لحساب زوجته أو أحد أقاربه أو أصهاره إلى الدرجة الرابعة أو التابعين له أو شركائه تنفيذًا لأوامر صادرة من عملائه وعملاء التابعين له » .

ويتفق التشريع الأردني مع التشريع المصري في هذا الصدد ، إذ تنص المادة ( ٤٤ ) من النظام الداخلي لسوق عمان المالي على الآتي :

أ - يمتنع على الوسيط إذا كان شخصًا طبيعيًا تداول الأوراق المالية لحسابه الشخصي أو لحساب زوجه أو أحد أقاربه حتى الدرجة الرابعة إلا من خلال وسيط آخر .

ب - يمتنع على الوسيط إذا كان شخصًا اعتباريًا تداول الأوراق المالية لحساب الشركاء وأعضاء مجلس الإدارة أو هيئة المديرين حسب واقع الحال أو لحساب أزواجهم أو لحساب أقاربهم حتى الدرجة الرابعة إلا من خلال وسيط آخر ، كما يسري هذا المنع على كل موظفي الوسيط .

- أما التشريع الكويتي وإن اتجه أيضًا إلى وضع القيود على تصرفات الوسطاء إلا أنه كان أيسر شأنًا وأقل حسمًا من سابقيه ؛ إذ تقضي المادة ( ٤٢ ) من لائحة الكويت على الآتي : « لا يجوز لأي شركة من شركات الوساطة التوسط في بيع أو شراء الأوراق المالية المقبولة لدى السوق لحساب أي من أعضاء مجلس إدارتها أو مديرها

أو أحد موظفيها أو أزواجهم أو أقاربهم من الدرجة الأولى ، ويجوز لهؤلاء البيع أو الشراء من خلال شركة وساطة أخرى » .

- ولم يخالف التشريع الدانماركي التشريعات السابقة فيما ذهبت إليه في سبيل ضمان نزاهة الوسيط وإحكام الرقابة عليه ؛ إذ تنص المادة الثامنة عشر من قانون بورصة كوبنهاجن رقم ( ٢٢٠ ) على الآتي : أن أعضاء البورصة قد يقومون بتنفيذ العمليات على أساس من العمولة أو لحساب أنفسهم ، ولكن ذلك رهن بشرط ألا يقوم عضو بالبورصة بتنفيذ عمليات لحسابه الخاص في أسهم قد تلقى بشأنها أوامر من عملائه بالبيع أو الشراء .

1 - ( Amember of The stock exchange may Carry Out transactions at The quotation on a commission basis or for his own account.

2 - Provided that a member of the stock exchange shall not carry out transactions for his own account in shares in which he has orders to buy or orders to sell ) .

ومن القيود التي سنّتها التشريعات الأخرى ، ولم يتصد لها الشارع المصري وكأنه اكتفى بالأعراف السائدة ما يلي :

تنص المادة السابعة من لائحة بورصة الكويت على الآتي :

- « يجب على الوسيط أن يتصرف وفقًا للأوامر الصادرة إليه من عملائه وألا يتصرف وفقًا لرأيه المطلق ما لم يكن مفوضًا في ذلك » .

واتفق التشريع الأردني مع التشريع الكويتي فيما ذهب إليه ؛ إذ تنص المادة ( ٦١ ) من النظام الداخلي لسوق عمان المالي على الآتي :

- « لا يجوز للوسيط أو وكيله أو التابع لهما أن يتصرف حسب رأيه المطلق أو أن يفرض رأيه عندما يقوم بالتعامل بالأوراق المالية لصالح عملائه ما لم يكن مخولًا من قبل عميله بموجب تفويض خطي لممارسة مثل هذا التصرف » [(١)] .

---

(١) استحدث المشرع المصري نصًا مماثلًا حيث تنص المادة ( ٩٦ ) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ( ٩٥ ) لسنة ( ٩٢ ) على أن تلتزم شركة الوساطة التي نفذت عملية على خلاف أوامر العميل أو على ورقة مالية غير جائز تداولها قانونًا أو محجوز عليها بتسليم ورقة غيرها وإلا وجب عليه تعويض العميل .

**- موقف الفقه الإسلامي من المشتغلين بالمتاجرة في بورصات الأوراق المالية :**

تناولتُ خلال هذا البحث موقف الشريعة الإسلامية من وسطاء الأوراق المالية باعتبارهم وكلاء بالعمولة ، وانتهيت إلى أن الوكالة جائزة شرعًا بالكتاب والسنة ، وبلا خلاف بين الفقهاء من السلف والخلف ، على أساس أن كل ما جاز للإنسان أن يتصرف فيه بنفسه ، جاز له أن يوكل فيه غيره ، وله أن يقيم شخصًا آخر مقام نفسه في تصرف جائز معلوم إذا كان الموكل ممن يملك التصرف .

أما فيما يتعلق بباقي أعضاء البورصات ممن يشتغلون بالمتاجرة في الأسواق المالية بيعًا وشراءً فشأنهم شأن سائر التجار ، والتجارة جائزة بالكتاب والسنة وإجماع الأمة .

أما دليلنا من الكتاب فقوله تعالى :

﴿ هَلْ أَدُلُّكُمْ عَلَىٰ تِجَارَةٍ تُنجِيكُم مِّنْ عَذَابٍ أَلِيمٍ ﴾ [الصف : ١٠] .

﴿ يَرْجُونَ تِجَارَةً لَّن تَبُورَ ﴾ [فاطر : ٢٩] .

﴿ رِجَالٌ لَّا تُلْهِيهِمْ تِجَارَةٌ وَلَا بَيْعٌ عَن ذِكْرِ اللَّهِ ﴾ [النور : ٣٧] .

﴿ وَإِذَا رَأَوْا تِجَارَةً أَوْ لَهْوًا انفَضُّوا إِلَيْهَا وَتَرَكُوكَ قَائِمًا ﴾ [الجمعة : ١١] .

﴿ إِنَّ اللَّهَ اشْتَرَىٰ مِنَ الْمُؤْمِنِينَ أَنفُسَهُمْ ﴾ [التوبة : ١١١] .

﴿ أُولَٰئِكَ الَّذِينَ اشْتَرَوُا الضَّلَالَةَ بِالْهُدَىٰ فَمَا رَبِحَت تِّجَارَتُهُمْ ﴾ [البقرة : ١٦] .

ففي هذه الآيات البينات والتي تعرضت لمسألة التجارة والربح والخسارة ما يكفي لإقامة الدليل على جوازها .

وأما دليلنا من السنة المطهرة ؛ فالأحاديث المروية عن الصادق المصدوق الذي لا ينطق عن الهوى صلوات الله وسلامه عليه .

فعن جابر بن عبد الله قال : قال رسول الله ﷺ : « **رحم الله عبدًا ، سمحًا إذا باع ، سمحًا إذا اشترى ، سمحًا إذا قضى ، سمحًا إذا اقتضى** »[1] .

---

(١) الحديث رواه أبو داود في سننه من رواية ابن عباس عن أبي بن كعب ، وأورده السيوطي في جامعه الكبير في باب الراء ، ورواه البخاري في صحيحه في كتاب البيوع بلفظ : « رحم الله رجلًا سمحًا إذا باع ، وإذا اشترى ، وإذا اقتضى » ورواه ابن ماجه في سننه في كتاب التجارات ، باب السماحة في البيع ( ٧٤٢/٢ ) برقم ( ٢٢٠٢ ) ورمز له بالصحة .

وعن أبي سعيد الخدري ﷺ عن النبي ﷺ قال : « **التاجر الصدوق الأمين مع النبيين والصديقين والشهداء** » [١] .

وعن أنس ﷺ قال : قال رسول الله ﷺ : « **التاجر الصدوق تحت ظل العرش يوم القيامة** » [٢] .

وعن حكيم بن حزام ﷺ قال : قال رسول الله ﷺ : « **البيعان بالخيار ما لم يتفرقا ، فإن صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما وإن كتما وكذبا محقت بركة بيعهما** » [٣] .

وعن عبد الله بن عمر ﷺ أن رجلًا ذكر للنبي ﷺ أنه يخدع في البيوع فقال : « **إذا بايعت فقل : لا خلابة** » [٤] .

وعن عبد الله بن عمر ﷺ ، أن رسول الله ﷺ قال : « **من ابتاع طعامًا فلا يبيعه حتى يستوفيه** » [٥] .

إلا أن الإسلام وضع الضوابط والقواعد التي تضمن سلامة البيوع وصحة العقود ودفعه الضرر والسلامة من الضرر ، وأكل أموال الناس بالباطل ، وهو الأمر الذي سنتناوله بقدر من التفصيل في الفصل الثاني عند معالجتنا للبيوع التي يقوم بها الوسطاء

---

(١) الحديث رواه الترمذي ، وحسنه ورواه ابن ماجه من حديث ابن عمر بلفظ : « التاجر الأمين الصدوق المسلم مع الشهداء يوم القيامة » هكذا ذكره ابن حجر العسقلاني في مختصر الترغيب والترهيب للحافظ المنذري في باب ترغيب التجار في الصدق وترهيبهم من الكذب ، وذكره أيضًا ابن حجر الهيتمي في الجزء السادس ، طبعة الشعب ، من كتاب الزواجر .

(٢) الحديث رواه الأصبهاني والبغوي في شرح السنة ، وذكره ابن حجر العسقلاني في مختصر الترغيب والترهيب للمنذري ، وكذلك أورده الهيثمي في الزوائد .

(٣) الحديث رواه البخاري ومسلم بالاتفاق واللفظ للبخاري ، انظر اللؤلؤ والمرجان باب الصدق في البيع والبيان وكذا ذكره صاحب سبل السلام ، الجزء الثالث ، برقم ( ٧٧٦٩ ) برواية عمرو بن شعيب عن أبيه عن جده ، وقال رواه الخمسة إلا ابن ماجه ورواه الدارقطني وابن خزيمة وابن الجرود ، وأورده الشوكاني في باب إثبات خيار المجلس .

(٤) الحديث متفق عليه ، وفيه دليل على خيار الغبن في البيع والشراء إذا حصل الغبن ، وذكره صاحب سبل السلام في باب الخيار ، وورد أيضًا في اللؤلؤ والمرجان في باب من يخدع في البيع ، وذكره أيضًا الشوكاني في باب شرط السلامة من الغبن ، الجزء الخامس ، مطبعة مكتبة الدعوة .

(٥) الحديث رواه الشيخان ، وأخرجه البخاري في كتاب البيوع ، باب الكيل على البائع والمعطي ، انظر اللؤلؤ والمرجان ، وانظر الشوكاني أيضًا في باب نهي المشتري عن بيع ما اشتراه قبل قبضه .

ومعاونوهم في أسواق الأوراق المالية وموقف الشريعة الإسلامية منها ، وعلى ضوئها يمكن تحديد موقف كل منهم ؛ فمن تعامل في محرم كان آثمًا ، ومن أعان منهم على معصية كان عاصيًا ، ومن تصرف فيما لا يملكه ولم يكن مأذونًا في تصرفه كان فضوليًا ، ومن أعطى قرضًا جرَّ له نفعًا كان مرابيًا ، وكلُّ امرئٍ بما كسب رهين .

## المَطْلَبُ الثَّالِثُ : القوانين الحاكمة للتعامل في بعض بورصات الأوراق المالية :

### تمهيد :

إذا كان القانون الخاص لا يخرج في مفهومه العام عن كونه مجموعة من القواعد التي تنظم التعامل فيما بين الأفراد فإن المعاملات التي تتم في مختلف أسواق الأوراق المالية تختلف من سوق لأخرى في درجة تحصنها مما يشوبها من الغرر والتغرير والربا والتدليس والترييف والأراجيف والمعاملات الصورية والوهمية ، وذلك باختلاف النظم الحاكمة للتعامل في كل منها ، واختلاف القوانين الوضعية من بلد لآخر أمر طبيعي ؛ ذلك أنها تعبر عن فلسفة الشعوب والمجتمعات ، والقيم والمعتقدات ، وتتعدد من حين لآخر بتعدد الحاجات وتغير الزمان والمكان ، ولتواكب حركة التطور في شتى العصور والأزمان .

ومن الملاحظ أن معظم التشريعات السائدة في الدول العربية تحكمها قوانين متفرقة ومتشعبة ، حتى إنه ليصعب تلمس أي تشابه بين تشريع وآخر في الدول العربية ، ولو رجعنا إلى الوراء قليلًا نجد أن معظم القوانين في الدول العربية ما هي إلا قوانين مقتبسة من القوانين الأمريكية والفرنسية ومجلة الأحكام العدلية ، ومن تلك القوانين خرجت المفاهيم التي تنظم الأنشطة التجارية لكل دولة على حدة ؛ ومن ثم كان من الطبيعي أن تختلف القوانين من بورصة لأخرى [1] ، وقد ترتب على اقتباس هذه التشريعات من الغرب أن جاءت التشريعات بمفاهيم لم نألفها ومعتقدات لا ندين بها ، وإنما تعبر عن حضارات شعوبها ولذلك نرى معظم هذه التشريعات تستبيح التعامل في الأدوات الربوية ، ولم يقف الأمر عن هذا الحد ؛ إذ يجرى الآن في بعض الدول الإسلامية دراسة البيوع التي تتصف بالمقامرة لتطبيقها لديها كبيع الخيار في البورصات العالمية كأدوات

---

(١) بحث جاسم المضف في ندوة الاستثمار ومعوقاته في بورصات الأوراق المالية العربية ، الاتحاد العربي لبورصة الأوراق المالية .

استثمارية اقتباسًا من التشريعات الغربية التي يعدونها أكثر تطورًا [١] .

كل هذه الممارسات وجدت من يقبل عليها في المجتمع العربي إلا أن أغلبية المواطنين العرب ، وهم يدينون بالإسلام يعتقدون أن هذه الممارسات محرمة وحتى لو أقبلوا عليها فإنهم يشعرون بمرارة الذنوب والآثام ، ولو منحت لهم فرص استثمار أموالهم بطرق أسلم لأقبلوا عليها باطمئنان وحماس أكثر ، وَلأَقْبَلَ عليها معهم الكثير ممن يحجم الآن عن دخول أسواق الأوراق المالية لأسباب دينية .

ونتناول فيما يلي أهم النظم والقواعد الحاكمة للتعامل في البورصات المصرية مع المقابلة بما هو مطبق في بعض الأسواق العربية والغربية كلما أمكن ذلك .

**النظم الحاكمة للتعامل في البورصات المصرية [٢] :**

خلال نصف القرن الأخير صدرت عدة تشريعات تنظم التعامل في بورصات الأوراق المالية في مصر ، وقد تم التصديق على أول لائحة عامة لبورصات الأوراق المالية في مصر بمقتضى المرسوم الصادر في ( ٣١ ) من ديسمبر سنة ( ١٩٣٣م ) وجرى العمل بها حتى عام ( ١٩٥٧م ) .

وفي الثالث عشر من شهر يوليو سنة ( ١٩٥٧م ) صدر القانون رقم ( ١٦١ ) لسنة ( ١٩٥٧م ) باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية ، بعد أن كان قد انقضى على العمل باللائحة السابقة ما يقرب من ربع قرن تغيرت خلاله الظروف الاقتصادية والمالية للبلاد ، مما دعا إلى إعادة النظر فيها خاصة وأن هذه اللائحة كانت أيضًا محل انتقاد ؛ نظرًا لما شابها من عيوب في الترجمة - تقدح في دقتها - عند النقل من اللغة الفرنسية [٣] - التي وضعت بها - إلى اللغة العربية ، ثم صدرت اللائحة الداخلية بقرار وزير الاقتصاد برقم ( ٤٦ ) لسنة ( ٥٨ ) في ( ١٥ ) من مايو سنة ( ١٩٥٨م ) .

إلا أن التغيرات المالية والاقتصادية والاجتماعية التي صاحبت سياسة الانفتاح الاقتصادي اقتضت إجراء بعض التعديلات على بعض القوانين المعمول بها ؛ فصدر

---

(١) تعقيب د. كحكد جراية على البحث المقدم من د . جاسم ، بتصرف من قبل الباحث .

(٢) موجز المعلومات الخاصة بسوق الأوراق المالية ص أميل ليفي ( ط ١٩٥٨م ) .

- د. علي العريف ، مرجع سابق .

(٣) المذكرة التفسيرية للقانون رقم ( ١٦١ ) لسنة ( ٥٧ ) .

القانون رقم ( ١٢١ ) لسنة ( ٨١ ) بتعديل بعض أحكام القانون رقم ( ١٦١ ) لسنة ( ١٩٥٧م ) باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية ، وكان من أحد التعديلات التي تضمنها هذا القانون إلغاء أحكام القانون رقم ( ٣٢٦ ) لسنة ( ١٩٥٣م ) في شأن التعامل في الأوراق المالية وإضافة مادتين جديدتين برقمي ( ٢٠ ) مكررًا ، ( ٥٤ ) مكررًا على النحو التالي :

مادة ( ٢٠ ) مكرر : لا يجوز التعامل في الأوراق المالية سواء كانت مقيدة بجدول الأسعار الرسمي أو غير مقيدة بالجدول إلا بواسطة أحد الوسطاء المقيدين ببورصات الأوراق المالية ، ويكون الوسيط الذي تتم الصفقة بواسطته ضامنًا لسلامة البيع ، ويقع باطلًا بحكم القانون كل تعامل بخلاف ذلك .

مادة ( ٥٤ ) مكرر : يقيد أعضاء مراسلون « الوسطاء المقيدون في البورصات الأجنبية » وذلك بشرط المعاملة بالمثل ... وبشرط أن يعمل الوسيط المراسل عن طريق وسيط مصري .

ومع توجهات الدولة نحو إصلاح المسار الاقتصادي وتوسيع قاعدة الملكية والتحول إلى اقتصاديات السوق الحر ، شرعت الدولة في إصدار قانون ينظم سوق رأس المال في مصر ويتفادى السلبيات التي كشفت عنها الممارسات خلال الفترة السابقة ، ويستهدف رفع مستوى كفاءة البورصات المصرية وتحسين مستوى أدائها وترشيد آليات السوق والتي يغلب عليها عدم الرشادة الاقتصادية ؛ فصدر القانون رقم ( ٩٥ ) لسنة ( ٩٢ ) بإصدار قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية .

ومن أهم النصوص التي استحدثها القانون والتعديلات التي أدخلها ما يلي :

**السماح بإصدار أسهم لحاملها :**

أجازت المادة الأولى من القانون إصدار الشركة أسهم لحاملها في الحدود ووفقًا للشروط التي تبينها اللائحة التنفيذية .

وإذا كان المشرع قد أضاف هذه الأداة بما يكفل تعدد روافد الاختيار بين المستثمرين ، إلا أن الحدود والشروط التي أشارت إليها المادة السابقة لم تكن سوى عدد من القيود التي لا تترك معها للمستثمر خيارًا سوى الانصراف عن هذا النوع من الأسهم ، ومن هذه النصوص المقيدة :

أ - ما نصت عليه المادة ( ١٢ ) من اللائحة التنفيذية للقانون : بأنه لا يجوز استخراج بدل فاقد عن الورقة المالية لحاملها المفقودة .

ب - ما نصت عليه المادة السابقة أيضًا في الفقرة الثالثة : بأنه لا يجوز استخراج بدل تالف عن الورقة المالية لحاملها إلا إذا أمكن التعرف عليها وتحديد معالمها .

ج - ما نصت عليه المادة الأولى من القانون : بألا يكون لحاملي هذه الأسهم الحق في التصويت .

ورغبة من المشرع في تحجيم إصدار هذا النوع من الأسهم - والتي يبدو أنه قد حُمل على استحداثها بدعوى التطوير والتنويع - قيد المشرع إجازته لإصدار هذه الأداة بما نصت عليه المادة الأولى من اللائحة التنفيذية « الفقرة الثالثة » بألا يتجاوز المصدر من الأسهم لحاملها ( ٢٥٪ ) من جملة الأسهم التي أصدرتها الشركة .

**معالجة قانون سوق رأس المال لمسألة الشركات المغلقة :**

ومن النصوص التشريعية المعالجة للسلبيات التي كشفت عنها الممارسات خلال الفترة السابقة ، ما نصت عليه المادة ( ١١ ) من قانون سوق رأس المال من قصر الإعفاءات الضريبية على شركات الاكتتاب العام دون الشركات المغلقة باستثناء المقيد منها في بورصة الأوراق المالية في تاريخ العمل بهذا القانون .

وقد أحسن المشرع صنعًا بإصدار هذا النص بعد أن تكشفت مثالب قيد هذه الشركات في السوق الرسمية ، والتي تمثل نحو ( ٨٠٪ ) من جملة الشركات المقيدة في هذه السوق ، ومع هذا لم تكن المقصورة تشهد تعاملًا عليها إلا لمامًا . ليس هذا فحسب ؛ بل ساهمت هذه الشركات في إفساد جهاز الثمن وتحييد آليات السوق وتشويه الأسعار ، وكيف لا والمؤسسون هم البائعون ، وهم المشترون وهم المسيطرون على السوق !.

ومن المعروف أن هذه الشركات إما عائلية أو مملوكة لنفر قليل ، وقد سارع أصحابها بتأسيسها وقيدها في بورصة الأوراق المالية للتمتع بالإعفاءات الضريبية التي تقررت بالقانون لتحفيز المستثمرين وأصحاب رؤوس الأموال على تأسيس الشركات وتوجيه أموالهم في استثمارات عينية أو خدمية للمساهمة في عمليات الإنماء الاقتصادي وتنشيط

**القانون يلزم بورصات الأوراق المالية بنقل الملكية في أقل من ( ٧٢ ) ساعة :**

ومن النصوص التي استحدثها القانون وعالجت ما يراه البعض من العيوب الملازمة للأسهم الاسمية ما نصت عليه المادة « ١٠٠ » من قانون سوق رأس المال ، والتي تقضي بانتقال ملكية الأوراق المالية الاسمية المقيدة بإتمام قيد تداولها بالبورصة ، وتنص ذات المادة على قيام البورصة بإخطار الجهة مصدرة الورقة بانتقال الملكية خلال ثلاثة أيام من تاريخ القيد .

وقد ساهم هذا النص في إبطال حجج المنادين بإصدار أسهم لحاملها ، بزعم أن عملية نقل الملكية لدى الجهة المصدرة للورقة المالية تستغرق شهرًا كاملًا ، وأن ذلك يُعدُّ من أهم معوقات تنشيط السوق ، والحد من قدرته على تسييل الأوراق المالية .

**قصر التعامل في مجال الوساطة المالية على شركات المساهمة والتوصية بالأسهم :**

ومن المواد التي استحدثها القانون وتعد طفرة بالتشريع لملاحقة التطور المذهل في أسواق رأس المال ما نصت عليه المادة ( ١٢٤ ) من اللائحة التنفيذية بأن تتخذ الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية المنصوص عليها في القانون شكل شركة المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم ، وقد ألزمت المادة ( ٣٤ ) من قانون سوق رأس المال بيوت الوساطة بتعديل أوضاعها وفقًا لأحكام هذا القانون والقرارات المنفذة له خلال ستة أشهر من تاريخ العمل باللائحة التنفيذية لهذا القانون .

وقد أحسن المشرع صنعًا بإلزامه بيوت وساطة الأوراق المالية أن تتخذ شكل شركات مساهمة أو التوصية بالأسهم بعد ما استبان لكافة الجهات العاملة في سوق المال والمراقبة لأداء سوق رأس المال أن هذه البيوت قد عجزت عن القيام بوظائفها الأصيلة ، والتي تقتضي توفر قدرات مالية كبيرة لاستخدامها في عمليات تغطية الاكتتاب ، والاستعانة بعدد وفير من الخبراء في مجال التحليل المالي والاستثمار بما يمكنها من الوقوف على مدى سلامة المراكز المالية للشركات وقدراتها على تحقيق الأرباح ودراسة المؤشرات ، والتنبؤ باتجاهات الأسعار ، وتقويم الاستثمارات المالية للمتعاملين في البورصات والناشدين الاستفادة من تقلبات الأسعار .

ورغبة من المشرع في الحد من قيد أوراق الشركات المغلقة والتي يغلب عليها طابع الشركات العائلية ، والتي لا يرجى تعامل عليها أو انتقال لحيازتها إلا بوفاة أحد الشركاء ،

أو بقصد التلاعب بالأسعار ، نصت المادة ( ٩٧ ) من اللائحة التنفيذية على أن يشطب سعر إقفال الورقة إذا مضت ستة أشهر متصلة دون عقد عمليات عليها ، ويشطب قيد الشركة من البورصة إذا بلغت المدة المذكورة سنة .

**العمليات التطبيقية ( عمليات المارياج ) :**

عالج المشرع مسألة العمليات التطبيقية ، والتي كان يقوم بها وسيط واحد باعتباره وكيلًا عن البائع ووكيلًا عن المشتري في ذات الوقت ؛ فنصت المادة ( ٩٢ ) من اللائحة التنفيذية على الآتي : « على شركة الوساطة في حالة قيامها تنفيذًا لأوامر صادرة إليها من طرفيها الإعلان عن ذلك بطريقة واضحة على لوحة التداول لمدة نصف ساعة على الأقل قبل تنفيذ العملية ، ويجوز لكل شركة خلال مدة الإعلان التدخل لتنفيذ العملية بذات شروط العميل بسعر أعلى من سعر الطلب أو أقل من سعر العرض » .

واستحداث هذا النص يتفق مع التشريع الكويتي في المادة ( ٢٦ ) من لائحة البورصة عام ( ٨٤ ) والتي تنص على أنه : إذا كان الوسيط بائعًا ومشتريًا في نفس الوقت فلا يجوز له عقد الصفقة مع نفسه إلا بعد أن يضيء اللون الأحمر المثبت باللوحة والانتظار لمدة دقيقتين له بعدها عقد الصفقة مع نفسه ما لم يتقدم أحد من الوسطاء خلال تلك المدة لإتمام الصفقة معه .

والنص في التشريع المصري أو الكويتي على الوجه المتقدم يراعي مصلحة العميل ، سواء كان بائعًا أم مشتريًا ويتصف بالإنصاف بالنسبة لطرفي التعاقد .

ويتفق ذلك أيضًا مع توصيتنا في رسالتنا عن أسواق الأوراق المالية ، والتي اقترحنا من خلالها ألا يتعامل الوكيل بالعمولة والوسيط مع نفسه ، ولو لتنفيذ عملية تطبيقية إذا تصادف وصدر إليه أمر بالبيع وآخر بالشراء لذات الورقة وبذات السعر ما لم يكن قد عرض الورقة للبيع ، ولم يجد استجابة من جانب الطلب أو طلبها للشراء دون استجابة من جانب العرض خروجًا من الخلاف في جواز توكيل شخص عن العاقدين في عقد واحد فضلًا عن إمكان الحصول على سعر أفضل للطرفين .

وقريبًا من ذلك ما اتجه إليه المشرع الدانماركي من خلال المادة ( ١٩ ) من القانون رقم ( ٢٣٠ ) من إتمام الصفقة وفقًا للسعر الجاري ، وليس بالمقاصة إذا اشترط العميل ذلك .

( Where a member of the Stock Exchange has received orders to buy as well as to sell the same securities, he may execute the order to buy by delivery of such securities as he has orders to sell (Compensation) unless the principal has stipulated that the Order shall be executed at the quotation on the Stock Exchange. Where matching orders are executed by Compensation, the transaction shall be settled at the same price with buyer and seller ) .

**الرقابة على اتجاهات الأسعار :**

رغبة من المشرع في الحد من المناورات والمضاربات التي تشهدها قاعات التداول في بورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية ، والتي أدت إلى تحييد آليات السوق وإفساد جهاز الثمن وتشويه الأسعار وخلق قيم غير حقيقية ( Fabricated values ) لا تعكس بأي قدر حقيقة المراكز المالية للشركات المتعامل على أوراقها بالسوق وهو الأمر الذي ترتب عليه انفصام القيم السوقية عن مراكز الشركات المصدرة لهذه الأوراق المالية وأصبحت السوق ولأول مرة في تاريخها تبدو وكأن لها حياتها الخاصة مستقلة تمامًا عن كل قواعد وأصول الاستثمار ؛ لذلك لم يكن مستغربًا أن يتدخل التشريع لحماية المتعاملين فيه ، ويقلل من مخاطر هيمنة حفنة من المضاربين على السوق واتجاهات الأسعار ، فنصت المادة ( ٢١ ) من قانون رأس المال رقم ( ٩٥ ) لسنة ( ٩٢ ) على حق رئيس البورصة في وقف التعامل على أية ورقة مالية إذا كان من شأن استمرار التعامل بها الإضرار بالسوق أو المتعاملين فيه .

كما أجازت المادة ( ٢٢ ) لرئيس الهيئة إذا طرأت ظروف خطيرة أن يقرر تعيين حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية بأسعار القفل في اليوم السابق على القرار ، وتفرض هذه الأسعار على المتعاقدين في جميع بورصات الأوراق المالية .

وتتفق هذه النصوص مع القواعد التي تضمنتها اللائحة الداخلية لبورصات الكويت والتي تقضي بأنه يجوز للجنة السوق وعند الضرورة تحديد نسب تقلبات الأسعار بما يؤدي إلى تجاوز النسب المحددة ولمدة تزيد على ثلاثة أيام عمل لكل حالة ، وقد حددت إدارة السوق الكويتية وحدات تغير الأسعار بنسب تتراوح بين ( ٠,٠٤٪ ، ٠,٠٥٪ ) .

ويقابل هذه النصوص في سوق عمان في نطاق الرقابة على الأسعار ما نصت عليه المادة ( ٦٧ ) من النظام الداخلي لسوق عمان المالي ، والتي تقضي بالآتي :

« يحق للجنة أن تقرر نسبة الزيادة أو الانخفاض في أسعار الأوراق المالية في فترة التداول وفق ما تراه مناسبًا ، وللمدير العام أو من يفوضه في ذلك الحق في إيقاف التداول الذي يجري خلافًا لأحكام هذه المادة .

وعلى الرغم من وضوح دلالة هذه التوجهات والغايات التي توخاها المشرع في العديد من البلدان من حرص على حماية المتعاملين في هذه الأسواق من المضاربات والمناورات التي تؤدي إلى إفساد الأسعار ، إلا أن هذه التوجهات قوبلت بالنقد من جانب بعض الليبراليين الذين يرون أن التدخل في حركة واتجاهات الأسعار وسلوك السوق من جانب الجهات المراقبة لأداء هذه الأسواق لا يتفق وقواعد اقتصاديات السوق وميكانيزم الأسعار .

ولعل أبلغ رد على الليبراليين هو ما تضمنه قانون بورصة باريس وهي إحدى دول الاقتصاد الحر ؛ حيث تستبيح النصوص التدخل في مسار الأسعار من جانب البورصة .

( On the Cash Market, the chamber syndicate does not allow opening price for French bonds to differ by more than ( 2 ) to ( 3% ) from than closing prices for the day before, and opening prices for French shares not to differ by more than ( 4 ) to ( 5% ) from the closing price for the day before ) .

ويتفق ذلك جميعه مع توصيتنا التي وردت في ختام بحثنا عن أسواق الأوراق المالية بوضع سقوف علوية وحواجز سفلية لكبح جماح تقلب الأسعار ، وأن مثل هذا الأمر لا يترك لجهاز السوق والذي لا يقوم غالبًا بدوره إلا في بطون الكتب ، وأن ذلك يتحدد من خلال تحديد نسبة مئوية لارتفاع السعر أو انخفاضه عن إقفال اليوم السابق ، وكذلك توصيتنا في ذاك البحث بوقف التعامل على الأسهم التي يثبت تعرض الشركات المصدرة لها لخسائر جسيمة من شأنها الإضرار بالمتعاملين في السوق الذين تحيط بهم الجهالة في غياب المعلومات عن موقف الشركة ، ومدى سلامة مركزها المالي ، وقدرتها على تحقيق الأرباح ، وتعظيم ثروة المساهمين .

**إطلاق حرية الشركات في عملية قيد أوراقها المالية في جداول الأسعار ببورصات الأوراق المالية في مصر :**

اتجه المشرع اتجاهًا حميدًا بإلغائه النصوص المقيدة لحرية الشركات في مسألة قيد أوراقها المالية المصدرة بجداول الأسعار الرسمية بالبورصات المصرية ؛ فقرر من خلال

المادة ( ١٦ ) من قانون سوق رأس المال أن يكون قيد الأوراق المالية في جداول البورصة بناء على طلب الجهة المصدرة لها ، وكانت المادة ( ٥٥ ) من القانون رقم ( ١٦١ ) لسنة ( ٥٧ ) باللائحة العامة للبورصات تلزم كافة شركات المساهمة بقيد أوراقها المالية المصدرة في جداول الأسعار في السوق الرسمية ، كما ألزمت ذات المادة في نفس الوقت لجان البورصات بأن تقيد من تلقاء نفسها جميع الأوراق التي تصدرها الشركات في جداول الأسعار إذا لم تتقدم الشركات صاحبة الشأن بطلب القيد في الميعاد المقرر .

إلا أن الغاية التي توخاها المشرع بتركه الخيار لهذه الشركات في مسألة القيد في جداول أسعار السوق الرسمية لم تتحقق ؛ حيث جاء القانون رقم ( ٩٥ ) لسنة ( ٩٢ ) في شأن سوق رأس المال خلوًا من أي نص يسمح بإنشاء سوق غير رسمية في مصر باعتبارها البديل الوحيد للسوق الرسمية ؛ الأمر الذي لا تجد معه هذه الشركات محيصًا من قيد أوراقها في السوق الرسمية حتى يتمكن حاملو أوراقها من تسييلها والتعامل عليها .

ويلزم هذا التنويه إلى أن البورصات الخاصة التي أجاز قانون سوق رأس المال إنشائها بناء على اقتراح الهيئة وموافقة الوزير ليست بديلًا للأسواق القائمة ولا للأسواق غير الرسمية ( الغائبة ) ، وقد أشار البنك الدولي في تقريره عام ( ١٩٩٢م ) إلى أن البورصات يجب أن تبقى كمنظمات مملوكة للقطاع الخاص ، وأضاف التقرير أن قانون سوق رأس المال في مصر يتسم بالغموض في هذه المسألة ، وهذا ما انتهى إليه رأينا أيضًا [1] .

* * *

(١) تقرير البنك الدولي عام ( ٩٢ ) ، الجزء الخاص بسوق الأوراق المالية في مصر .

## المَبْحَثُ الثَّالِثُ

## التنمية الاقتصادية ودور أسواق الأوراق المالية في تمويلها

**تمهيد :**

لا يبالغ من يقطع بالقول أنه يتعذر على أي باحث في زماننا المعاصر أن يتابع أو يلاحق تلك المؤلفات التي أتخمت بها دور الكتب وامتلأت بها أحشاء المكتبات وعكف على تأليفها ونشرها الجهابذة من العلماء وأساتذة الجامعات ، في مسألة نظريات النمو وعمليات الإنماء الاقتصادي .

ومع هذا تظل هذه الكتابات رغم ما تحتويه من قيمة علمية عاجزة عن تقديم الحل لمشاكل التخلف الاقتصادي ؛ لأنها ليست من نتاج فكر هذه الشعوب وإنما هي من نتاج الفكر الغربي ومحصلة تجاربه الذاتية [1] ، وتعبر عن فلسفات اجتماعية وجذور تاريخية وحضارية وانسلاخ واضح من القيم الروحية والدينية ، وهذه المسائل لا تنفصل ولا تنفصم عن شخصية الشعوب صاحبة هذا الفكر ومروجته ونظرتها إلى الكون والإنسان والحياة ، بينما نجد على الجانب الآخر أن الشعوب التي وقعت في أسر التخلف وتسعى إلى الفكاك من قبضته لتنطلق في معراج النمو الذاتي أبعد ما تكون عن الالتقاء بهذا الفكر حضاريًا وتاريخيًا وفكريًا وعقائديًا ، وكيف لا ، ومن هذا الفكر بدأت نظرية الاستعمار الاقتصادي التي ما زالت آثارها واضحة في اقتصاديات البلاد المتخلفة حتى اليوم ؛ فكان التجاريون يرون في المستعمرات مرسى أمينًا للسفن ، ومنفذًا للتجارة ، ومصدرًا رئيسيًا لتزويد الدولة الأم بالعمالة والرجال ، ومأوى لغير المرغوب فيهم من المجرمين والمتعطلين ، ومصدرًا خصبًا للمواد الأولية والرقيق وسوقًا لتصريف المنتجات [2] .

---

(١) ويؤكد نفس المعنى أستاذنا الدكتور محمد زكي شافعي في كتابه التنمية الاقتصادية ( ٥٢/١ ) بقوله : ومن هنا يتضح قصور هذه النظريات التقليدية في معالجة مشاكل التنمية الاقتصادية للبلاد المتخلفة ؛ فقد أنبتت هذه النظريات على هدي من النظم والأنماط الثقافية السائدة بالبلاد المتقدمة .

(٢) حمدية زهران ، التنمية الاقتصادية ، ( ص ٥ ، ٦ ) ، مكتبة عين شمس ، ( ط ٨٤ ) .

وتحقيقًا للفكرة التي نسعى إلى تأصيلها هنا ، وإثبات ماهية الفكر الذي أنبت هذه النظريات نسوق هنا بعض الكتابات التي سجلها التاريخ عن بعض التجاريين لملوكهم ، وقد آثرنا أن نأتي بما كتبوه نصًا حتى نكون بمأمن من شبهة التأويل أو التحريف .

( With wealth one could finance and equip armies and navies, hire foreign mercenaries, bribe potential enemies and subsidize allies, power could be exercised to acquire Colonies, to win access to new markets, and to shut foreigners out of ones own markets, and to monopolize trade rules, high - seas fisheries, and slave trade with Africa ) . (viner) 1968 p. 438) (١) .

والفكر المتقدم إذ يجعل الثروة هدفًا لتمويل الجيوش وإعدادها واستئجار المرتزقة الأجانب ورشوة الأعداء ، ودعم الحلفاء ، وتلويحه بأن القوة يمكن أن تمارس في طلب المستعمرات والنفاذ إلى الأسواق واحتكار طرق التجارة ، ومصايد الأسماك في أعالي البحار وتجارة العبيد لا يحتاج منا إلى تعليق ، غير أنه من المتصور أن يتصدى لنا أنصار الفكر الغربي بالقول أن فكر التجاريين يمثل عصرًا من العصور ، وأنه ليس حجة على الفكر الغربي – فلا نجد أبلغ في الرد من أن نرجع إلى أئمة الفكر التقليدي وقادته وهذا أحدهم روبرت مالتوس صاحب المقال الشهير « مبادئ الدراسات السكانية « An Essay on the principle of Population ) والذي أصبح بسببه على مر الأيام والسنين هدفًا للنقد والتجريح يقول عنه ألفريد سوفي صاحب كتاب مشكلة السكان في العالم :

كان توماس مالتوس راعيًا للكنيسة « هايليبيري » ، وقد دفعه فكره إلى تنديده بكل التنظيمات الخيرية التي تبذل المعونة والمساعدة للمعوزين المعدمين ، فأي عون يقدم للفقراء يزيد من عددهم ؛ حيث يخمد الشعور بالمسؤولية ويجعلهم يعتمدون على المجتمع في تربية أولادهم (٢) .

ويضيف صاحب هذا الكتاب أن نظرية مالتوس لا تصمد أمام النقد العلمي ؛ لأنها لا ترى في الإنسان غير مجرد وحدة استهلاكية أي أنها تتجاهل أن كل مستهلك

---

(١) George Dalton, Economic Systems & Society. Capitalism, Communism and the Third world P. 29.

(٢) ألفريد سوفي ، مشكلة السكان في العالم ، ترجمة د. جلال صادق ( ص ٥ ) وأيضًا روبرت هيلبرونر ، قادة الفكر الاقتصادي ، ( ص ٩٣ ) ترجمة د. راشد البراوي ، وأيضًا مقالنا بمجلة الاقتصاد الإسلامي ، العدد ( ١٠ ) لسنة ( ١٤١٠ ) يولية ( ٩١ ) عن الانفجار السكاني وأوهام المالتوسيين .

إضافي هو في الوقت نفسه منتج إضافي .

ومن المعروف أن مالتوس كان يرى أن قدرة الإنسان على الإنجاب أعظم من قدرته على الإنتاج ( Man's ability to reproduce is greater than his ability to produce ) .

وفي مجال النمو الاقتصادي اتجه مالتوس اتجاهًا متميزًا في ربط متطلبات النمو بخفض أجور العمال ، ولم يكن مالتوس يقصد من خفض الأجور سوى زيادة الأرباح لدى المنظمين والرأسماليين ، وهذا في رأيه الأساس الأول للنمو الاقتصادي (١) .

كما يرى مالتوس أن تزايد السكان الأغنياء هو الذي يؤدي إلى التنمية ، أما تزايد السكان الفقراء فيؤدي إلى التخلف (٢) .

وهذا ريكاردو أحد عمالقة الفكر التقليدي ، فشأنه في ذلك شأن مالتوس يرى أن العمال كالآلات ، ويكفيهم من الأجر مستوى الكفاف ، ويرى أنه لو زاد أجرهم عن هذا الحد فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة السكان مرة أخرى ، ثم يعودون من جديد إلى مستوى الكفاف (٣) .

وامتدادًا لفكر التجاريين يرى ريكاردو أن التعامل بين الدولة الأم والمستعمرات من قبيل التجارة الداخلية وأن المستعمرات لا تعتبر دولًا بل هي مؤسسات زراعية وصناعية (٤) ، وهذا أمر - في رأينا - في منتهى التطرف .

أما جون ستيوارت ميل الذي يعتبر آخر عمالقة الفكر الكلاسيكي ( ١٧٧٢ - ١٨٢٣م ) فإنه يعتبر الاقتصاد المتخلف بمثابة امتداد زراعي أو صناعي وإن كان بعيدًا جغرافيًا عن الدولة الأم ؛ لذلك فالمبادلات التي تتم بين الطرفين لا تعتبر من قبيل المبادلات الخارجية وإنما الأقرب اعتبارها من قبيل التعامل بين المدينة والريف (٥) .

ولذلك فإننا نرى أن الفكر التقليدي - والذي ما زال أكثر شيوعًا في عالمنا المعاصر - لم يخرج عن نطاق فكر التجاريين في نظرته الاستعمارية للدول المتخلفة ، وإذا ما تطرقنا إلى آخر ما انتهى إليه الفكر الاقتصادي أن أمام الدول الآخذة في النمو أن تختار بين أسلوبين :

---

(١) د. حمدية زهران ، مرجع سابق ، ( ص ١٩ ) .

(٢) نفس ، المرجع السابق ، ( ص ١٨ ) . (٣) نفس المرجع السابق ، ( ص ٢٥ ) .

(٤) د. حمدية زهران ، مرجع سابق ، ( ص ١١ ) .

(٥) د. حمدية زهران ، مرجع سابق ، ( ص ٣١ ) .

أسلوب النمو المتوازن ( Balanced growth ) وأسلوب النمو غير المتوازن ( Unbalanced growth ) وقد استوقفنا اقتراح روزنشتاين روودان من خلال معالجته لمسألة التنمية بأسلوب النمو المتوازن « بأن يعتمد البلد المتخلف في توفير الموارد المالية على رؤوس الأموال الأجنبية وبالقدر الكافي الذي لا يحمل الاقتصاد القومي تبعات التمويل ، والعمل على نشر الصناعات الخفيفة مع ملاحظة البعد قدر الإمكان عن الصناعات الثقيلة بنفقاتها المرتفعة ومستلزماتها الفنية العديدة » [(١)] .

**اقتراح ظاهره الرحمة وباطنه العذاب** : إن ما انتهى إليه روودان أغنى من أن نعلق عليه ، وليس ثمة دليل أظهر ولا أدل من ذلك على أن نظرة الغرب نحو الدول المتخلفة هي نفس نظرة التجاريين التقليديين ؛ لقد بات واضحًا أن الدول الاستعمارية على تلون أشكالها لا تريد للدول المتخلفة أن تتفلت من قبضتها ولا تريد لها الفكاك من الهيكل الاقتصادي الكولونالي الذي يربط الدول المتخلفة معها برباط التبعية والخضوع .

لقد نشأت ظاهرة الاقتصاد الثنائي وتعاظمت حدتها بسبب السيطرة الأجنبية على أجهزة التجارة الخارجية فضلًا عن المشروعات التي تتكفل بالإنتاج ؛ فانشطر الاقتصاد القومي لهذه البلاد إلى قطاعين أحدهما حديث ومتقدم نسبيًّا والآخر تقليدي متخلف ، ولا يرتبط أحدهما بالآخر إلا بأوهن الصلات [(٢)] ، وقد علق أحد الاقتصاديين على ذلك - ونحن معه فيما انتهى إليه - بقوله : « وواضح مدى التحيز الاستعماري للدول المتقدمة وإن بدا ظاهره في صالح الدول المتخلفة إلا أن باطنه ينطوي على رغبة واضحة في إبقاء البلاد المتخلفة كمنتج للمواد الأولية وتحجيم نشاطها الصناعي ، مما يزيد من رابطة التبعية بينها وبين الخارج ويؤجل خطوها نحو الصناعة الثقيلة » [(٣)] .

وعلى الرغم مما تحتمله وحدات القطاع المتخلف من أعباء تنمية الوحدات المتقدمة الآن في صورة الوظيفة المزدوجة والأساسية التي قامت بها كمصدر للمواد الخام والمنتجات الأولية ، وكأسواق لتصريف المنتجات النهائية ؛ فقد باءت كل محاولات هذه الوحدات والمسماة بمجموعة الـ « ٧٧ » بالفشل في الحصول على وعد من وحدات القطاع المتقدم والمسماة بالمجموعة المتقدمة بتخصيص نسبة واحد في المائة ( ١٪ )

(١) حمدية زهران ، ( ص ١٤٤ ) .

(٢) أ.د زكي شافعي ، مرجع سابق .

(٣) أ.د. حمدية زهران ، مرجع سابق .

فقط من دخولها لأغراض التنمية في القطاع المتخلف ؛ حيث تجمعت وحدات القطاع المتقدم شرقًا وغربًا رغم الخلافات الأيدولوجية العميقة بينها في « وفاق » شديد التماسك على رفض هذا المطلب المتواضع متذرعة بمشكلاتها الداخلية من ناحية ، وما تقدمه عن « فتات » لبعض أتباعها من الوحدات المتخلفة من ناحية أخرى [1] .

وعلى الرغم من كثرة الشواهد التي تؤيد وجهة النظر القائلة أن الفكر الغربي الحديث لا يختلف في مضمونه عن الفكر الاستعماري القديم ؛ فقد يكون من المناسب أن نسجل هنا على صفحات هذا البحث سطورًا من الفكر الغربي الحاقد على الدول النامية التي خرجت من قبضة المستعمر وسيطرته على مقدراتها وراحت تنفض عن نفسها غبار التخلف وتفر من أسر التبعية .

وقد اقتبسنا هذه النصوص من الموسوعة البريطانية ورأينا أن نعرض للنص الأصلي في صلب الرسالة ؛ لأننا نرى فيه وثيقة لدمغ هذا الفكر وكشف عوراته وتمزيق الأقنعة التي توارى خلفها .

( The underdeveloped Countries sense of dissatisfaction and grievance arises not only from measurable differences in national incomes but also from the less easily measurable factors such as reaction against the colonial past, and their complex drives to raise their national prestige and achieve equality in the broadest sense with the developed countries. Thus it is not uncommon to find their government using a considerable proportion of their resources in prestige projects, running from steel mills, hydroelectric dams, universities, and defense expenditure to international athletics. The sy.mbols of modernization may contribute a nationally shared satisfaction and pride but may or may not contribute to an increase in the measurable national income ) .

إن هذه السطور التي تفيض حقدًا وعداوة للشعوب النامية وتوجه اللوم لها ؛ لأنها ما زالت تعاني من آثار الاستعمار الاستيطاني القديم والاقتصادي الجديد ، ثم تحمل على هذه الدولة حملة عاتية ، فتصف دوافعها بالعقد إذا ما تصورت أنها تستطيع أن تلحق بالدول المتقدمة وتتساوى معها ، ثم هي تشكك في جدوى ما أقدمت عليه بعض هذه

---

(١) أ.د. عبد الحميد الغزالي ، مقدمة في الاقتصاديات العلمية ، ( ط ٨٧ ) ، ( ص ٢٥٢ ، ٢٥٣ ) .

الدول من إنفاق جزء كبير من مواردها في مشروعات كبيرة بدءًا بصناعات الصلب إلى السدود الهيدروالكتريكية إلى نفقات الدفاع وتأسيس الجامعات ، وأن هذه الرموز وإن كانت تساهم في شعور المواطنين بالرضا والفخر ، ولكنها قد تساهم وقد لا تساهم في زيادة الدخل القومي .

بقي أن ننبه بعد ذلك إلى أن معظم الشعوب التي توصف اليوم بالتخلف وبه تعرف هي ذات الشعوب التي حملت مشاعل أعظم حضارة في الوجود ، وأشرقت على الدنيا بتراث فكري وإنساني أثرى الحياة كلها ، وأعان الشعوب التي كانت تائهة في عماء الجهل وظلمات التخلف على النهوض من كبوتها ، هو أمر لا سبيل إلى مجاحدته أو التنكر له من قبل الشعوب التي استنهضتها الدول التي لم تك حينذاك متخلفة ، ثم حلت محلها [١] .

يقول زومبارت : لقد أصبحنا أغنياء لأن أجناسًا بأسْرها وشعوبًا بأكملها قد ماتت من أجلنا ، ومن أجلنا أيضًا افتقرت قارات بأكملها [٢] .

ومن المعلوم أن المجتمعات البشرية في حركة دائمة ، فبعضها يسير قدمًا بينما يتعثر البعض الآخر ويتخلف عن الركب ، وقد بدأت جميع البلدان متخلفة على أساس المعايير التي تستخدمها الآن ، وفي تاريخ الحضارات القديمة كان لمصر وآشور وبابل مركز الصدارة منذ فجر التاريخ ، ثم ازدهرت حضارة أثينا وروما ، ثم ازدهرت الحضارة الإسلامية في شتى بقاع الأرض في الشام ومصر وشمال إفريقيا والأندلس وجنوب شرق آسيا [٣] ، وفي القرون الوسطى التي وصفها الغرب بأنها عصور الظلام وأحلك أيامه كانت السفن العربية ذات الأشرعة تمخر المحيط الهندي من الموزامبيق [٤] ، إلى مالبار [٥] ،

---

(١) Most under developed Countries of today are inheritors of much oldest civilisation which economically superior in the distant past, that constitutes a serious obstacle to the adoption of the modern industial system.

نقلًا عن : حمدية زهران ، مرجع سابق .

(٢) أحمد جامع ، الرأسمالية الناشئة ، ( ص ٣٠ ) .

(٣) د. علي الجريتلي ، السكان والموارد الاقتصادية في مصر ، ( ط ٦٢ ) .

(٤) الموازمبيق : مستعمرة برتغالية احتلتها البرتغال في القرن السادس عشر ، وانتشرت فيها تجارة الرقيق .

(٥) مالبار : ساحل جنوب غرب الهند جنوب شرق إفريقيا .

سالكة نفس الطرق التي عرفها الفينقيون من قبل [1] ؛ بينما كانت دول أوروبا غارقة في ظلمات الجهالة ومستنقعات التخلف ، وأما أمريكا فلم يكن قد تم اكتشافها بعد ؛ فكانت نسيًا منسيًا ولم تك شيئًا .

وسوف نعالج من خلال هذا الفصل مسألة التنمية الاقتصادية ودور سوق الأوراق المالية في تنميتها ، وذلك بالقدر الذي يسمح به هذا المبحث .

وسوف يقتضي الأمر منا أن نعرض لمسألة التخلف في مطلب والتنمية الاقتصادية في مطلب آخر ، وعلى أن يكون هذان المطلبان جسرًا نعبر عليه إلى المطلب الثالث عن دور سوق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية .

**المَطْلَبُ الأَوَّلُ : التخلف الاقتصادي :**

ليس من قبيل المغالاة أن نقرر من البداية أن أحدًا لم يستطع حتى الآن أن يقدم تعريفًا جامعًا مانعًا لمفهوم التخلف ، ونحن بذلك لا تنقص العلماء حقهم ولا نبخس الناس أشياءهم ، ولعل هناك من الأسباب ما يرفع الملام عن قادة الفكر الاقتصادي ورجاله الأعلام ، نتناول بعضها في إيجاز لا يخل ، وإذا اقتضت الضرورة فلا مندوحة من إسهاب لا يُمل :

**أولًا** : إن مسألة التخلف أو التقدم من الأمور النسبية التي يتم قياسها بمعايير متعددة ومتباينة ، وتجمع بينها جميعًا أنها من صنع البشر ، ولا نظننا بحاجة إلى إثبات استيلاء النقص على البشر جميعًا .

**ثانيًا** : لما كانت درجات التخلف ليس درجة واحدة ، كما أن درجات النمو ليست واحدة فليس من الإنصاف أن نسوي بين الدول المتخلفة رغم تباينها في درجات التخلف ، وإن كان من الممكن تسجيل خصائص مشتركة ولكنها أيضًا تتفاوت في درجاتها ، خاصة وأنه من الثابت أن بعض هذه الدول قد طرقت أبواب التقدم وبعضها ما زال يخطو نحوه بخطى وئيدة ، والبعض الآخر ما زال قابعًا في مستنقعات التخلف أشبه ما يكون بالمياه الراكدة في بحيرات آسنة وكأنه ينتظر نزول الغوث من السماء ، وإذا شمر عن ساعديه فإنما لاستجداء المنح والمساعدات .

---

(١) جورج لوفران ، مرجع سابق .

ثالثًا : إن هناك خلطًا بين الفقر والتخلف ، والغنى والتقدم ، وإذا كان هذا الأمر متقبلًا فيما مضى فلم يعد ذلك متصورًا بعد تفجر ثورة البترول في السبعينيات ، وقد تراكمت الثروات في اقتصاديات ضعيفة غير قادرة على استغلال جزء من مواردها الذاتية (١) .

رابعًا : إن إلصاق صفة الركود أو السكون بالاقتصاديات المتخلفة قد لا يصادف الصواب كله ولا بعضه ؛ ولذلك فنحن على خلاف ما يراه بعض الاقتصاديين نرى مع البعض الآخر أنه من غير المتقبل وصف اقتصاد ما بكونه ساكنًا ، ذلك أن سوء استخدام الموارد أو عدم استغلالها لا يعني الركود أو السكون ؛ ففي ذلك مجافاة لنواميس الطبيعة والكون والحياة ، ذلك أن النمو حدث تلقائي ؛ فالنبات ينمو والشجر والدواب والهوام وكل شيء أودع الله فيه الروح أو خلق فيه الحياة ينمو حتى الخلايا داخل جسم الإنسان تنمو ؛ لذلك فلا غرو أن نقرر أن الدول التي تفتقر إلى جهاز إنتاجي كافٍ لتشغيل الموارد المعطلة ، وإلى فن إنتاجي متقدم لاستخدامه في تشغيل هذا الجهاز ، وليس لديها تراكمات رأسمالية ، وينخفض تبعًا لذلك نصيب الفرد من الدخل القومي فيها إلى حد الكفاف أو ما دون ذلك ، وتتضاءل نتيجة لذلك حجم المدخرات لديها ، لا يمكن وصف اقتصادها بأنه اقتصاد ساكن ؛ لأنه ينمو أيًا كان معدل النمو ومهما بلغ من الانخفاض .

على أن ثمة أسئلة تثار عند تحديد التخلف ، فإذا كان التخلف شأنه في ذلك شأن أي صفة أخرى يتحدد بالمقارنة بغيره من الصفات ، وفي غيبة المقارن به تفقد الصفة التي اقترنت بالمقارن دلالتها ، فإذا قيل أن عدد السكان يزيد في مصر بمعدل ( ٣ ) مواليد في الدقيقة الواحدة أي بمعدل ( ١٨٠ ) مولود في الساعة ، أي ( ٤٣٢٠ ) مولود في اليوم ، أي ( ١٥٧٦٨٠٠ ) مولود في السنة فإن هذه البيانات رغم ما تثيره لدى العوام من الناس ، ليس لها قيمة إحصائية ولا دلالة علمية يقينية ولا ظنية ؛ فهذه الأرقام لا تفيد الكثرة ولا تفيد القلة والعلم بها لا ينفع والجهل بها لا يضر .

فمن هنا يكون السؤال إذا وصفت دولة معينة بالتخلف ، فبالنسبة لمن هي متخلفة ؟ خاصة وأن الدول الرأسمالية المتقدمة ليست مستوى واحد وأن الدول الاشتراكية ليست مستوى واحد والدول نفسها التي توصف بالتخلف ليست كذلك مستوى واحد .

---

( ١ ) أ.د. حمدية زهران ، مرجع سابق .

في محاولة لتحديد المفهوم المادي للتنمية الاقتصادية من جانب أحد المشاهير من الاقتصاديين [١] ، أجاب على تساؤلنا بأن البلاد المتخلفة إنما تشكل القطاع المتخلف من النظام الرأسمالي العالمي ، وأضاف أن هذه مسلّمة عامة القبول لدى الاشتراكيين والرأسماليين على السواء ، إلا أنه من الواضح أن ما أفضى به الباحث ليس من قبيل المسلمات عند الاقتصاديين ؛ فقد عقب أحدهم على ذلك بقوله : « لماذا يقاس التخلف بالبلاد الرأسمالية وحدها . إن قياس التخلف يكون بالدول المتقدمة الصناعية ذات الدخول المرتفعة والتكنولوجيا المتطورة والقوة الإنتاجية الهائلة والقوة العسكرية المدمرة والسلطة السياسية التي تمثل مصدر القرارات في العالم ؛ ولهذا يستوي القياس في التخلف والتقدم بين دولة متخلفة رأسمالية أو اشتراكية ، ودولة متقدمة رأسمالية أو اشتراكية » [٢] .

ولن يكون بوسعنا هنا أن نزج بأنفسنا في هذا الجدل العلمي وفي هذا الحيز الضيق ، وأيًا كان الأمر فقد تطور تعبير التخلف خلال الحقبة الأخيرة فتسمت هذه الدول بمسميات مختلفة واحدة بعد الأخرى في خلال العشرين سنة الأخيرة ؛ فمن البلاد المتأخرة ( Backward Countries ) إلى البلاد المتخلفة ( Under - developed Countries ) إلى البلاد الأقل تقدمًا ( Less developed countries ) إلى الدول النامية ( Developing countries ) أو وِفْقًا اصطلح على ترجمتها أحد الاقتصاديين [٣] الدول الآخذة في النمو وذلك بقصد تخفيف وقع اللفظ على تلك الشعوب بما ينال من كرامتها وكبريائها ثم إلى مجموعة الدول الـ ( ٧٧ ) [٤] .

**اهم مفاهيم التخلف التي تمخض عنها الفكر الاقتصادي :**

تعرف الدول المتخلفة عادة بأنها تلك التي ينخفض فيها مستوى دخل الفرد انخفاضًا كبيرًا عنه في الدول المتقدمة ، وعلى أساس تحكمي تعتبر الدول التي ينخفض فيها

---

(١) د. فؤاد مرسي ، البحث المقدم للمؤتمر العلمي السنوي الثاني للاقتصاديين المصريين ، والذي تم نشره مع باقي البحوث تحت عنوان إستراتيجية التنمية في مصر .

(٢) د. حمدية زهران ، مرجع سابق .

(٣) د. رفعت المحجوب في ترجمة للاصطلاح ( Developing countries ) .

(٤) أ.د. عبد الحميد الغزالي ، مقدمة في الاقتصاديات الكلية ، دار النهضة ، ( ط ٨٧ ) .

نصيب الفرد من الدخل عن خمسمائة دولار متخلفة [١] ، وجاء في توضيح هذا التعريف وشرحه أن تفسير الدخل المنخفض كمؤشر للفقر بالمعنى المادي قد يكون مقبولاً بشرطين :

**الأول** : أن مستوى الدخل الفردي إنما يتقرر بنصيب الفرد من الاستهلاك ، خاصة وأن نسبة كبيرة من الدخل تُحوَّل من الاستهلاك إلى أغراض أخرى من خلال سياسة الادخار الإجباري .

**وأما الشرط الثاني** : أن ينعكس مستوى الفقر في أحد البلاد بصورة صادقة بين جموع شعبها ، باعتبار متوسط دخل الفرد في حالة تفاوت الدخول واتساع الفجوة بين الأغنياء والفقراء لا يعبر بصورة حقيقية عن المستوى المعيشي السائد .

وإذا كان التعريف المتقدم قد تناول على وجه التعميم وبغير تحديد الدول المتقدمة التي يمكن قياس مستوى دخل الفرد في الدول المتخلفة عليها ، فإن التعريف التالي لمفهوم الدول المتخلفة يتفق مع السابق في جوهره ، إلا أنه يتناول على وجه التفصيل عددًا من الدول التي يمكن القياس عليها يقول ( Prof. Samuelson ) : إن البلد الأقل تقدمًا هو ببساطة الذي ينخفض فيه نصيب الفرد من الدخل الحقيقي بالنسبة لدخول الأفراد لبعض الدول مثل كندا والولايات المتحدة وبريطانيا العظمى والدول الأوروبية الغربية عامة في هذه الأيام [٢] .

ويتفق عدد كبير من الاقتصاديين على أن معيار متوسط دخل الفرد لا يصلح لقياس درجات النمو والتخلف ، وأن هناك كثيرًا من البلاد الرأسمالية التي ينخفض فيها متوسط نصيب الفرد من الدخل عن تلك الدول التي توصف بالتخلف ، إن دولة كدولة الإمارات العربية على سبيل المثال يزيد متوسط دخل الفرد فيها عن الولايات المتحدة زيادة كبيرة ، ومع ذلك - بل وهي كذلك - توصف بالتخلف ، بينما يرى أحد عمالقة الفكر الاقتصادي في مصر [٣] أن المعايير التي يستدل بها على درجة التخلف الاقتصادي متعددة ، وهو يرى مع ذلك الرأي السائد أن مستوى الدخل الفردي الحقيقي أقل هذه المعايير قصورًا من الناحية العلمية ، وذلك على الرغم مما يعتريه هو الآخر من

---

( ١ ) The New Encyclopaedia Britannica vol 1,6 p. 202.

( ٢ ) Paul A Sameulsun. Economics 9th ed. 5.

(٣) المرحوم أ.د. محمد زكي شافعي ، مرجع سابق ، ( ٢١/١ ) .

القصور ، وأنه ليس معنى ذلك وبطبيعة الحال إسقاط حجة المعايير الأخرى في الدلالة على التخلف الاقتصادي .

**لماذا البلاد المتخلفة متخلفة ؟**

ويثور التساؤل إذا كانت البلاد المتخلفة تتصف بكونها بلادًا منخفضة الدخل ، فلماذا سميت هذه البلاد بالبلاد المتخلفة ؟

أجاب على ذلك الغرب بأن استخدام لفظ التخلف إنما يرتكز على مجموعة من الافتراضات والتي تبنى عليها جميعًا مسألة التنمية الاقتصادية ، وأن الدول المتخلفة متخلفة ؛ لأنها لم تنجح بطريقة أو بأخرى في الاستفادة الكاملة من طاقاتها من أجل النمو الاقتصادي (١) .

وقد يكون من المناسب وقبل أن نعرض لخصائص التخلف الاقتصادي أن نثبت حقيقة لا يختلف عليها اثنان من الاقتصاديين ، وهي أن التخلف ظاهرة بنيانية معقدة ، وأن اندماج الاقتصاديات المتخلفة في الاقتصاديات المتقدمة بسبب الاستعمار الاستيطاني والاقتصادي يشكل أعلى درجات التبعية الاقتصادية ، ومن الثابت أن جميع الاقتصاديات المتخلفة التي ترتبط مع الاقتصاديات المتقدمة بعلاقة تبعية أو سيطرة لا زالت حبيسة في مصيدة التخلف .

**خصائص التخلف الاقتصادي :**

أجملها أستاذنا الدكتور زكي شافعي في ثلاث خصائص أساسية :

**الأولى** : عدم كفاية رؤوس الأموال المنتجة ، وتخلف طرائق الإنتاج .

**الثانية** : شيوع ظاهرة البطالة البنيانية .

**الثالثة** : التبعية الاقتصادية للخارج .

أما عن السبب الأول وهو عدم كفاية رؤوس الأموال المنتجة ( Productive Capital ) فيستدل عليه بما تشترك فيه الدول المتخلفة جميعًا من انخفاض نصيب الفرد من رؤوس الأموال المنتجة ، وقد ذهب بعض الاقتصاديين إلى أن اقتصادًا قوميًا يتمتع بوفرة من الموارد الطبيعية ، ولكن تنقصه التكنولوجيا أو رؤوس الأموال اللازمة لتنمية هذه الموارد يكون في

( ١ ) Encyclopaedia Britannica op - cit p. 203.

نفس الفقر الذي يعانيه اقتصاد قومي لا تتوفر له هذه الموارد [١] .

وقد اختلفت وجهات النظر في عنصر رأس المال كأساس للتنمية الاقتصادية في البلاد المتخلفة ، واختلفت نتيجة لذلك المكانة التي تحتلها ندرة رؤوس الأموال ضمن خصائص التخلف الاقتصادي ؛ فعلى حين يرى البعض ندرة رأس المال ( Capital Scarcity ) من الأهمية بمكان بحيث تحجب ما عداها من الخصائص ، وبحيث يعتبر توفر رأس المال محور التنمية الاقتصادية ، يرى آخرون أن هناك من العوامل الأخرى ما يفوق في الأهمية عنصر رأس المال [٢] .

ولهذا الرأي الأخير أنصاره ، وقد أشار أحد الباحثين [٣] ؛ من خلال تناوله لموضوع ندرة رأس المال في الدول المتخلفة إلى أن الدول المتقدمة كانت فيما مضى دولًا متخلفة تعاني من ندرة الأيدي العاملة ؛ الأمر الذي كان من الممكن معه أن يفرض عليها البقاء في دائرة الدول المتخلفة ردحًا طويلًا من الزمن لولا أنها نجحت في استخدام أساليب إنتاجية موفرة للعنصر النادر لديها وهو العمل ، ومستغلة لكثافة العنصر المتوفر لديها وهو رأس المال ، وأضاف أنه إذا كانت الدول المتقدمة قد ركزت اهتمامها بالعنصر المتوفر لديها وهو رأس المال ، أما العنصر النادر وهو العمل فقد اعتبر كمتغير تابع لرأس المال - ثم تساءل الباحث - فلماذا لا تنهج الدول النامية نفس الأسلوب بأن تركز اهتمامها فكرًا وعملًا على العنصر المتوفر لديها وهو العمل ، وأن تجعل من رأس المال وهو العنصر النادر لديها متغيرًا تابعًا ؟ .. ألا يمكن مثلًا بناء إستراتيجية للتنمية في إطار نظرية لتراكم رأس المال البشري ( Human capital accumulation ) على غرار نظرية التراكم الرأسمالي ؟

وهذا الرأي جدير بالدراسة ، خاصة وأن أسلوب الفن الإنتاجي ( Techniques of production ) الذي تنتهجه أي وحدة إنتاجية بين خيارين :

**الأول** : أسلوب إنتاج يتميز بكثافة رأس المال ، أو بمعنى آخر أسلوب كثيف رأس

---

(١) د. زكي شافعي ، مرجع سابق ، ( ٢٨/١ ) .

(٢) د. حمدية زهران ، مرجع سابق ، ( ط ٨٤ ) ، ( ص ٢٦٨ ) .

(٣) حسين غانم ، البحث المقدم للمؤتمر العلمي الثاني للاقتصاديين المصريين سنة ( ١٩٧٧م ) تحت عنوان نموذج مبسط للتنمية والمنشور بمؤلف إستراتيجية للتنمية في مصر ، ( ص ٤٩٧ ) .

المال ( Capital intensive ) .

**والأسلوب الثاني** : يتميز بكثافة العمل أو الكثافة البشرية ( Labour intensive ) ، وإن كان لا يوجد اتفاق عام حول كثافة العمل أو الكثافة البشرية ، والكثافة الرأسمالية [١] ، وقد يقصد بالكثافة الرأسمالية كمية المعدات الإنتاجية المتضافرة مع عنصر العمل أو بعبارة أخرى نسبة الأصول الرأسمالية الثابتة لكل عامل في الصناعة [٢] .

ومع هذا فإن مختلف الدراسات التي تمت في هذا المجال تشير إلى أن استخدام أسلوب إنتاجي كثيف رأس المال ينتج عنه ارتفاع إنتاجية العمل وبالتالي زيادة الفائض الذي يمكن استخدامه في مشروعات استثمارية جديدة [٣] .

ولكن ليس معنى ذلك أن نتجاهل قوة العمل في الدول المتخلفة والتي أصبح ينظر إليها وكأنها مصدر البلاء والسبب في خراب البلاد وهلاك العباد .

لذلك فلا غرو أن يشير ( Nurkse ) [٤] في حديثه عن الكثافة السكانية في البلاد المتخلفة بقوله : « إن جوهر المشكلة هو في العمل على توجيه أكبر جزء من الناتج إلى التكوين الرأسمالي ( Capital Formation ) وأضاف أن هذا لا يعني إنقاص مستوى الاستهلاك في البلاد المتخلفة ؛ بل ومن الصعب الإقدام على ذلك ، ولذلك فإن نيركسه يرى أن الحاجة إلى التصنيع في الدول المتخلفة أكبر بكثير من الحاجة إليه في الدول المتقدمة كوسيلة للتنمية ؛ حيث يوجد قوة عاملة فائضة في المجموعة الأولى ويمكن أن تستخدم هذه القوة في التكوين الرأسمالي وفي زيادة تراكم رأس المال ( Capital Accamulation ) .

أما الدول المتقدمة فهي تواجه بمشكلة ندرة الأيدي العاملة فيها ؛ ولذلك فهي تحتاج إلى زيادة استخدام رأس المال ليحل محل القوة العاملة .

---

(١) د. يسري خضر إسماعيل ، تخطيط المشروعات ، ( ط ٧٢ ) ، ( ص ١٧٥ - ١٧٧ ) .

(٢) المرجع السابق نقلاً عن د. علي لطفي ، مشكلات التصنيع في الدول المختلفة ، ( ط ٦٥ ) .

(٣) المرجع السابق نقلاً عن الأستاذة منى فؤاد عطية ، اختيار أساليب الإنتاج في تصنيع الدول النامية ، معهد التخطيط ، ( ١٩٦٩م ) ، ( ص ٥ ) .

(٤) ( Problems of Capital Formation in underdeveloped countries ) ترجمة وتلخيص معهد التخطيط القومي ، مذكرة رقم ( ٢٣٤ ) وكذا زكي شافعي ، مرجع سابق ، ( ٥٢/١ ) .

**حلقة الفقر المعيبة ( Vicoious circle of poverty ) :**

ومن الآراء التي صادفت رواجًا كبيرًا بين كتاب الغرب وكذا المستغربين من الشرق عند دراسة اقتصاديات الدول المتخلفة ما يسمى بحلقة الفقر المفرغة ، ويطلق عليها بعض الاقتصاديين حلقة الفقر المعيبة أو الخبيثة .

بل ويستند بعض الاقتصاديين في تعليل توطن التخلف في بلاده إلى ما تكابده البلاد المتخلفة من استحكام الحلقات المفرغة للفقر .

ويرى نيركسه أن أهم حلقات الفقر المفرغة التي تعانيها البلاد المتخلفة ما تعلق منها بتكوين رؤوس الأموال ؛ فمن ناحية العرض يتوقف عرض رؤوس الأموال على كل من المقدرة على الادخار والرغبة فيه ؛ فهناك انخفاض في المقدرة على الادخار ناتجة عن انخفاض مستوى الدخل ، وهذا بدوره ناتج عن انخفاض الإنتاجية ، وانخفاض الإنتاجية راجع إلى نقص المعدات الرأسمالية ونقص المعدات الرأسمالية ناتج عن قلة المدخرات ، وهكذا [١] .

وأما من جهة الطلب على الاستثمار فيتوقف الطلب على رؤوس الأموال على توفر الحافز على الاستثمار ، بينما يكون الدافع منخفضًا لانخفاض المقدرة الشرائية للسكان نظرًا لانخفاض دخولهم الحقيقية ، وانخفاض مستوى الدخل الحقيقي يعكس انخفاض مستوى الإنتاجية وهذا يرجع أيضًا لانخفاض مقدار رؤوس الأموال المستخدمة في الإنتاج ، ويرجع هذا الأخير لانخفاض الحافز على الاستثمار .

ويعلق على ذلك أحد الاقتصاديين [٢] بقوله : « في رأينا أن هذه الفكرة يجب أن تؤخذ مع التحفظ الشديد على الرغم مما يبدو ظاهريًا من استنادها إلى حقيقة سبب انخفاض الدخل ، ويضيف أننا إذا دققنا النظر لوجدنا أن الغالبية من الدول المتخلفة لم تستمر في دائرة مفرغة من الفقر ؛ بل إنها مرت بمرحلة من مراحل التطور والنمو ولم تكن ذات مظهر صناعي قياسي على مستويات التصنيع في الغرب ، ولكنه كان على الأقل خروجًا من الركود الذي تفترضه فكرة حلقة الفقر المفرغة ، وانتهى إلى أنه على الرغم من صحة هذه الفكرة جزئيًا إلا أنه مبالغ في أهميتها ومدى أثرها ، وأن كثيرًا من

---

(١) مشاكل تكوين رأس المال في الدول المتخلفة ، نيركسه ، ترجمة معهد التخطيط القومي ، مرجع سابق .

(٢) د. محمد يحيى عويس ، المشاكل الاقتصادية المعاصرة ، ( ط ١٩٧٨م ) .

الدول قد كسر هذه الحلقة ، وغالبًا ما توجد في الدول المتخلفة واحات متقدمة وسط صحراء التخلف الشاسعة وكان نيركسه قد اقترح في علاجه لهذه المشكلة محاولة البدء بكسر حلقة الفقر من النقطة التي بدأت عندها وتتحدد عنده بنقطة ضعف فرص الاستثمار .

## المَطْلَبُ الثَّانِي : التنمية الاقتصادية :

### مفهوم التنمية الاقتصادية :

أثار تعريف التنمية الاقتصادية مثلما أثار تعريف التخلف الاقتصادي جدلًا نظريًا حول تحديد مفهوم التنمية .

ولا نظنّنا بحاجة إلى الولوج في هذا الجدل والذي تخرج تفاصيله عن موضوع هذا المطلب إلا إذا اقتضت الضرورة ، وإنما سنكتفي هنا بإلقاء الضوء على مفهوم التنمية من خلال ذلك الفيض المتدفق من كتابات الاقتصاديين .

عرّف بعضهم التنمية الاقتصادية بأنها تنصرف في جوهرها إلى زيادة الطاقة الإنتاجية للاقتصاد ، وهي بهذا المعنى غاية تستهدفها المجتمعات المتقدمة والمتخلفة على السواء [1] .

وواضح من التعريف المتقدم أنه استخدم مفهوم التنمية ( Development ) كمرادف لمفهوم النمو ( Growth ) وهو أمر لا نقر صاحبه عليه ؛ لأنه لا يتفق وصحيح اللغة ، ومن المعلوم أن علوم اللسان هادية للصواب وألفاظها هي أدواتها الدالة على معانيها كيف تؤخذ وتؤدى وإلا استعمل الكلام في غير موضعه ولم يدل على مقاصده .

وقد تنبّه لذلك بعض الاقتصاديين ونبه أحدهم بدوره إلى عدم الخلط بين النمو والتنمية من خلال تناوله لمفهومها بقوله :

التنمية الاقتصادية أوسع مدى من النمو الاقتصادي ؛ فالتنمية تدخُّل إرادي من جانب الدولة لإجراء تغييرات جذرية في هيكل الاقتصاد ودفع المتغيرات الاقتصادية نحو النمو بأسرع وأنسب من النمو الطبيعي لها وعلاج ما يقترن بها من اختلال وهي تؤدي بذلك إلى تحسين كفاءة الاقتصاد وزيادة الناتج .

وأما النمو الاقتصادي فهو نمو تلقائي يؤدي إلى زيادة الناتج القومي دون تغيير إرادي

---

(١) د. عبد الحميد القاضي ، تمويل التنمية الاقتصادية في البلدان المتخلفة ، ( ط ١ ) سنة ( ١٩٦٩م ) .

في عمل وأداء الاقتصاد ، وهو يحدث في المجتمعات على مر الزمن والعصور ويؤدي إلى النمو الطبيعي لها [١] .

وعلى الرغم مما تقدم فإن بعض الاقتصاديين لا يرى ثمة وجه للتفرقة بين التنمية والنمو ويرى أنهما مترادفين وكل منهما يصلح بديلًا عن الآخر .

ومن التعريفات التي تتسم بالإيجاز الشديد وتتصف بالشمول ما ساقه أحد الاقتصاديين الغربيين [٢] بقوله : « إن التنمية هي نمو يقترن بالتغيير ، وإن التغيير يصيب المجتمع ككل » .

ويرى الاقتصادي المعاصر ( Kindlberger ) أن التنمية الاقتصادية هي الزيادة التي تطرأ على الناتج القومي في فترة معينة ، والتي تقترن بتغييرات تكنولوجية وفنية وتنظيمية في المؤسسات الإنتاجية القائمة أو التي ينتظر إنشاؤها [٣] .

هذا وقد ذهب الكثير من الاقتصاديين من خلال تعريفهم للتنمية الاقتصادية إلى التركيز على جانب واحد من التنمية هو تكوين رأس المال ، أي زيادة الطاقة الإنتاجية ولم يهمل بعضهم الجوانب الأخرى للتنمية ولكنهم تناولوها كمسائل ثانوية ؛ ولذلك ذهب ( Meier ) إلى أن التراكم الرأسمالي هو جوهر التنمية والذي من خلاله تصبح كافة أوجه النمو ممكنة [٤] ، وقد اعتبر ( Meier ) الهدف النهائي من برامج التنمية هو كسر حلقة الفقر الخبيثة .

أما الموسوعة البريطانية ( Encyclopedia Britannica ) فقد عرجت إلى مفهوم التنمية الاقتصادية من خلال عرضها لموضوع النمو الاقتصادي وتوضيح وجه الخلاف بينهما وانتهت إلى أن النمو الاقتصادي يتميز عامة عن التنمية الاقتصادية بأن التنمية ترتبط بالاقتصاديات القريبة من مستوى الكفاف ، أما اصطلاح النمو الاقتصادي فإنه يستخدم عند الإشارة إلى الاقتصاديات التي ترتفع فيها - في الوقت الحالي - نسبة

---

(١) د. محمد عبد المنعم عفر ، مشكلة التخلف ومسار التنمية ، مجلة الاقتصاد الإسلامي ، العدد ( ١٧ ) ، ( ١٩٨٤م ) .

( ٢ ) Dalton : Economic Systems & Society. P. 199.

( ٣ ) Kindlberger c.p., Economic development N. York Mc Grow Hill Book 1958.

نقلًا عن د. صبحي تادرس قريصة ، ( ص ٤٥٥ ) .

( ٤ ) Gerald M. Meier. Leading Issues in Economic Development, 4th ed. P. 219.

دخول الأفراد [١] .

وأما الموسوعة الأمريكية ( Encyclopedia Americana ) فقد تناولت مفهوم التنمية الاقتصادية على أنه « العملية التي يتحول من خلالها مجتمع راكد ذو مستوى منخفض من الدخل الحقيقي إلى مجتمع ترتفع فيه الدخول بنسبة تزيد أو تقل بقدر تجسد التكنولوجيا في رأس المال المتراكم » [٢] .

ومن مجموع التعاريف المتقدمة يبين أن سعي البلاد المتقدمة إلى النمو يختلف عن سعي البلاد المتخلفة إليه ؛ لأن نمو الدول النامية نمؤًا مطردًا يتطلب تحريك جذري وسريع ومستمر في البنيان الاقتصادي ، بينما نمو البلاد المتقدمة لا يحتاج إلى أكثر من زيادة طبيعية في بعض النسب المؤثرة على النمو الاقتصادي .

ولهذا السبب تستقل الدراسات الخاصة باقتصاديات النمو ( Growth ) عن تلك الخاصة باقتصاديات التنمية ( Development ) [٣] .

**تغيير البنيان الاقتصادي ( Economic Structure ) :**

إذا كنا قد انتهينا إلى حتمية إحداث تغيير في البنيان الاقتصادي للدول النامية فإن السبيل إلى ذلك إنما يتحقق من خلال « تكوين جهاز إنتاجي فني ومتقدم ، قادر على تشغيل الموارد البشرية والطبيعية والمالية المعطلة ، وتكوين هذا الجهاز يعني إحداث تغيير بنياني عميق في الاقتصاد القومي ؛ لأنه يعني التوسع في فروع الإنتاج القائمة والقيام بفروع جديدة والأخذ بالتكنولوجيا الحديث ورفع الإنتاجية وتغيير بنيان الطلب على عوامل الإنتاج وعلى المنتجات ، وتغيير بنيان العلاقات الاقتصادية الدولية » [٤] .

**سياسات التنمية :**

يرى بعض الاقتصاديين أن أمام البلاد المتخلفة أن تختار بين سياستين من سياسات التنمية ، أولاهما : سياسة التدرج البطيء ، والثانية : سياسة الدفعة القوية ( Big push )

---

( ١ ) The New Encyclopedia Britannica, vol. 6 P. 214.

( ٢ ) Encyelopedia Americana, vol. 9 P. 596.

(٣) د. رفعت المحجوب ، دراسات اقتصادية إسلامية ، ( ص ٤٨ ) .

( ٤ ) نفس المرجع السابق .

والتي ينصرف جوهرها إلى القيام بحد أدنى من الاستثمار لضمان نجاح برامج التنمية [١] ، ونحن نرى أن سياسة الدفعة القوية تمثل بالنسبة للبلاد الآخذة في النمو تحديًا لا بد من قبوله باعتباره أمرًا محتومًا تقتضيه الضرورة لإمكان إحداث التغيير البنياني في فترة مقبولة ومدة محدودة على أن ذلك رهن بمقتضيات العدالة وتوزيعها بين الناس وتفادي التمويل التضخمي لما له من أضرار مدمرة على الفقراء .

ونجاح الدفعة القوية في الانطلاق بالاقتصاد القومي والانتقال به من حالة الركود إلى النمو السريع يقتضي استبعاد الإستراتيجيات التي تقوم على فلسفة الحرية الاقتصادية ؛ بل إن فكرة الدفعة القوية ( The big push ) إنما تقف على الضد تمامًا من فلسفة الحرية الاقتصادية .

وترتيبًا على ما تقدم فليس من المتصور أن تتحقق التنمية الاقتصادية من تلقاء نفسها كما تصور « هوفمان » وذلك من خلال المراحل التي حددها ، ويتعين على البلاد المتخلفة اجتيازها ليندفع الاقتصاد تلقائيًا تحت ضغط قوى السوق [٢] .

ولا مكان لإحداث التنمية من خلال اليد الخفية التي بشر بها آدم سميث وبطبيعتها الخيرة في التوفيق بين مصالح الأفراد والجماعات [٣] ، والتي بدت في رأي أحد علماء الاجتماع وكأن الشلل قد أصابها ، أو كأن أحد آلات الثورة الصناعية قد بَتَرَتْها .

أما وقد ثبت أيضًا أن أيًا من نماذج التنمية الاقتصادية التي تمخض عنها الفكر الغربي وأفرزتها أقلامه لا تلائم الاقتصاديات المتخلفة ، ويستوي في ذلك الأخذ بأسلوب النمو المتوازن أو النمو غير المتوازن ، فإذا ما تجاهلنا ما دعى إليه روزنشتاين رودان من وجوب اعتماد البلاد المتخلفة على رؤوس الأموال الأجنبية وبالقدر الكافي الذي لا يحمل الاقتصاد القومي تبعات التمويل والعمل على نشر الصناعات الخفيفة والاستهلاكية والبعد عن الصناعات الثقيلة ، وهي أفكار استعمارية عفى عليها الزمن ، فإن من أهم

---

( ١ ) د. رفعت المحجوب ، دراسات اقتصادية إسلامية ، ( ص ٤٨ ) .

( ٢ ) د. محمد زكي شافعي ، مرجع سابق ، ( ١/٨٢ ) بشيء من التصرف .

( ٣ ) أ - نفس المرجع السابق .

ب - د. سعد الدين إبراهيم ، البحث المقدم لمؤتمر الاقتصاديين الثاني ، سنة ( ٧٧ ) ، تحت عنوان : نظرية سوسيولوجية للتنمية في العالم الثالث .

الانتقادات التي وجهت لإستراتيجية النمو المتوازن هو أنها تنطوي على ثنائية الاقتصاد القومي وتتطلب كمًا خياليًا من رؤوس الأموال .

وكذلك لم تسلم نظرية النمو غير المتوازن من النقد ؛ حيث إنها تفترض أن تتم التنمية عن طريق المبادرة الفردية ، ويتم من خلالها تعجيل التنمية عن طريق موجات الاختلال وهو ما يقتضي صدور قرارات المنظمين في الاقتصاد الحر بعيدًا عن تدخل الدولة ، وهو أمر لا سبيل إلى إقراره لإحداث التنمية الاقتصادية .

**استحالة تكرار التجربة الراسمالية :**

إذا كان انتقال رؤوس الأموال من البلاد الغنية التي أصابتها تخمة من التراكمات الرأسمالية إلى البلاد الفقيرة التي تعاني من قلة هذا العنصر أمرًا قد تقتضيه الضرورة وتدعو إليه مصلحة الأطراف جميعًا ، وكذلك إذا كان انتقال الأيدي العاملة من البلاد ذات الوفرة السكانية إلى البلاد التي تعاني من نقص العنصر البشري أمرًا جائزًا ومقبولًا ، فإن ما يتعين أن نسلم به هو أنَّ نَقْل التجارب الذاتية من البلاد الغربية التي قطعت شوطًا كبيرًا في مجال التقدم العلمي والنمو الاقتصادي والفن الإنتاجي إلى البلاد المتخلفة دون مراعاة لخصوصيات هذه الأخيرة ، فضلًا عن تعذر تفاعل واندماج الحضارات الموفدة مع حضارات هذه الشعوب ، خاصة وإن هذه الحضارات ما قامت إلا على أنقاض الأخرى ، هذه التجارب المستوردة لا تدعو إليها حاجة ولا تقتضيها الضرورة ، وإنما يترتب على هذا المسلك إحكام قبضة الدول المتقدمة على الدول المتخلفة والسيطرة عليها وتقييدها بسلاسل لها بريق الذهب في حين أنها لا تخرج عن قيود التبعية والخضوع .

والذين يتساءلون اليوم كما تساءل غيرهم بالأمس « أليس من الممكن أن تسلك الدول المتخلفة نفس المسلك الذي سلكته الدول الرأسمالية من قبل لإحداث التنمية ؟ » نقول لهؤلاء : حسبنا أن نشير هنا إلى قول « زومبارت » للرد على هذا التساؤل :

« لقد أصبحنا أغنياء ؛ لأن أجناسًا بأسرها وشعوبًا بأكملها قد ماتت من أجلنا ، ومن أجلنا أيضًا افتقرت قارات بأكملها »[1] .

وما حدث في أمريكا منذ زمن يسير لا يتجاوز مائتي عام لا يختلف عن تلك

(١) د. أحمد جامع ، الرأسمالية الناشئة ، ( ص ٢٠ ) نقلًا عن : ( Maillet Histoire pp 120 - 169 ) .

الصورة التي نقلها إلينا زومبارت في التجربة الرأسمالية .

لقد سجل التاريخ ، أنه بعد اكتشاف أمريكا تم اقتلاع سكان البلاد الأصليين واستعبادهم ودفنهم أحياء في مناجم الذهب والفضة التي تم اكتشافها ، وتم تحويل إفريقيا إلى ساحة لا لصيد الحيوانات وإنما لصيد ذوي البشرة السوداء .

لقد انتهى عصر الاكتشافات البحرية والسخرة والاسترقاق ونهب المستعمرات واستنزاف الثروات ؛ بل إن الدول المتخلفة في العصر الحديث هي على وجه الترجيح ذاتها أو معظمها تلك المستعمرات التي تعرضت من قبل للنهب والاستنزاف وكانت منافذ لتلك البلاد لتصريف المنتجات واستجلاب المواد الأولية والخامات .

لذلك فإن عجلات الزمان لن تعود إلى الوراء ولو كان في الإمكان أن تعود ما سلكت الدول المتخلفة – والتي لم تكن دومًا متخلفة – نفس المسالك التي سلكتها الدول الاستعمارية ؛ لأن من هذه البلاد بلادًا هي كنانة الله في أرضه ، وبلادًا اختصها الله بأن تكون مهبط الوحي ومبعث الرسل وانبثاق الهدى والنور للبشرية التي كانت غارقة في ظلمات الجهالة والوثنية .

لذا فلا غرو أن انتهى أحد الكتاب الاقتصاديين الاشتراكيين في مصر [1] ، إلى أن الأوضاع السائدة في البلدان النامية مغايرة لتلك السائدة في كل من العالم الرأسمالي والعالم الاشتراكي ، فالاعتماد ليس كاملًا على آليات السوق كما هو الحال في النظام الرأسمالي ، كما أنه لا يتصور تأميم وسائل الإنتاج في بلد نام كما هو الحال في النظام الاشتراكي ؛ ومن ثم برزت الحاجة إلى بلورة نظرية خاصة بالتخطيط والتنمية خاصة بالعالم الثالث .

وليس معنى هذا أننا نغلق كل النوافذ والمنافذ في وجه تجارب الآخرين ، وليس معنى ذلك أيضًا أن كل النظريات الغربية شر مستطير ؛ بل إن فيها من الجزئيات ما فيه خير كثير لا ينبغي أن نحجبه عن أنفسنا جهالة ولا أن نصد أنفسنا عنه تعصبًا .

---

(١) د. إسماعيل صبري عبد الله ، تعقيب على بحث الدكتور محمد محمود الإمام المقدم للمؤتمر العلمي الثاني للاقتصاديين المصريين ، عام ( ١٩٩٧م ) .

**المدرسة الرومانسية وإخضاع القيم الاقتصادية للقيم الدينية ( German Romantic School ) :**

إذا كنا قد حاولنا من خلال هذا المبحث أن نثبت أن الفكر الاقتصادي الغربي الحديث إنما هو امتداد للفكر الاستعماري القديم منذ عصر التجاريين ، فإن أمانة العرض تقتضي ألا نغفل أنه قد ظهر من بين ثنايا الفكر الغربي المدرسة الرومانسية بقيادة « آدم موللر » [١] ، والتي انتقدت الفكر الكلاسيكي وتمجيده للحرية الاقتصادية ، وقد كان الرومانسيون يتطلعون إلى مجتمع تكون فيه القيم الاقتصادية خاضعة للقيم الأخلاقية والدينية حتى تقترب من المثل العليا الاجتماعية .

وقد ألح ( Muller ) على الإيثار والقيم الدينية في مواجهة ما اعتبره أنانية آدم سميث وماديته [٢] ، ويرى موللر أنه في غيبة القيم الدينية فإن النشاط الاقتصادي يفقد هدفه النهائي ، وأن الصعوبات التي تواجهنا في الحياة الاقتصادية إنما ترجع إلى أن الناس قد نسوا القوة الإلهية العظمى ، وأضاف أن العمل ليس هو المصدر الوحيد للإنتاج ولكنه مجرد أداة عاجزة بغير قوة اللّٰه والتي يجب أن تسند إليه ، وذلك العون المادي متمثلاً في الأرض ورأس المال لم يكن للإنسان فضل في وجوده ، ويرى أن عوامل الإنتاج ليست هي الأرض والعمل ورأس المال وإنما الطبيعة والإنسان وتراث الماضي [٣] ، وعبر عن الماضي بقوله :

( Every man stands at the center of civic life, He has behind him a past which must be respected before him, a future which must be cared for ) .

**التنمية الاقتصادية من منظور إسلامي :**

بقي أن نطوف في عجالة حول مفهوم التنمية في إطار المنهج الإسلامي ، ولسوف يكون طوافنا طواف الظاعن الذي يترقب الرحيل واستئناف المسير ؛ فالمسألة التي بين

---

(١) آدم موللر ( ١٧٧٩ - ١٨٢٩م ) وهو واضع النظرية وظل منسيًا حتى أدى بحث « النازيين الألمان عن الأجداد واضعي النظريات » إلى إعادة بعث مبادئه وأركانه .

(٢) Muller stressed attruism and relegion in opposition to what he regards as Smith's egoism and materialism.

(٣) Eric Roll A, History of Econmic Thought, 3rd ed. Engle wood Cliffs N.j.n Prentice - Hall Inc.

أيدينا أعظم من أن نتناولها من خلال هذا المبحث ، وفي ذات الوقت أجل من أن نغفل ذكرها ولو بالإشارة أو التنويه .

ليس الإسلام كما يتصور البعض أو كما يروق للبعض أن يصوره شعائر وعبادات أو حلقات ذكر وعلم وابتهالات ؛ فالأمور التعبدية إنما تمثل جانبًا واحدًا في حياة المسلم وهو الجانب الروحي ، ولكن الإسلام منهج شامل ، كامل متكامل ، يتناول كل جوانب الحياة الإنسانية المادية والروحية ، منهج قائم على العلم المطلق بحقيقة الإنسان وحاجاته ، وحقيقة الكون الذي يعيش فيه وطبيعة النواميس التي تحكمه ، وهو منهج قائم على العدل المطلق المبرأ من الميل والهوى والضعف ، كما أنه مُبرأ من الجهل والقصور والغلو والتفريط .

إن كل ما يقع في هذا الكون إنما يقع عن تدبير ، ويصدر عن حكمة ، ويتجه إلى غاية ، وهناك في النهاية سُنة ماضية وفق المشيئة المطلقة التي وضعت نواميس الكون والحياة [١] .

وحينما نتصدى لمسألة التنمية يقتضي الأمر منا أولًا الوقوف على مفهوم المشكلة الاقتصادية في التصور الإسلامي .

**مفهوم المشكلة الاقتصادية في التصور الإسلامي :**

لم تعرف المجتمعات الإسلامية وكذا غير الإسلامية عبر العصور والدهور ما اصطلح على تسميته بالمشكلة الاقتصادية حتى بداية القرن العشرين ، ولا غرو ؛ فالفيلسوف الإسكتلندي مؤسس علم الاقتصاد « آدم سميث » عرّف الاقتصاد بأنه علم الثروة ، أي : ذلك العلم الذي يبحث في أسباب الرفاهية المادية [٢] ، وبمعنى آخر : أنه العلم الذي يبحث في طبيعة وأسباب ثروة الأمم [٣] .

مع أن تعريف الاقتصاد بأنه علم الثروة يصرف الأنظار عن غايته وسياسته وهو الإنسان ، والذي لا يتم الإنتاج إلا به ومن أجله .

---

(١) سيد قطب ، في ظلال القرآن ، طبعة دار الشروق .

(٢) د. مصطفى السعيد ، محاضرات في مبادئ الاقتصاد ، دار النهضة العربية ، ( ١٩٧٣م ) .

(٣) د. محمد عبد العزيز عجمية ، مبادئ علم الاقتصاد ، دار النهضة العربية ، ( ١٩٨٠م ) .

وهذا هو ما تنبه إليه مارشال في تعريفه للاقتصاد حينما عُرفه بأنه : دراسة لسلوك الإنسان في نطاق نشاطه العادي ، وذلك من حيث كيفية إنتاجه للثروة واستعماله لها أو حصوله على الدخل وكيفية إنفاقه له [١] .

ولم تبرز في هذه التعريفات المشكلة الاقتصادية بمفهومها الحالي في الاقتصاد السياسي ، إلى أن جاء البروفيسور روبينز وأعطى تعريفًا جديدًا للاقتصاد أبرز من خلاله المشكلة الاقتصادية ؛ إذ إنه عرف الاقتصاد بأنه : العلم الذي يبحث في سلوك الإنسان من ناحية العلاقة بين حاجاته المتعددة والوسائل النادرة والتي لها استخدامات بديلة [٢] .

**تشخيص المشكلة الاقتصادية :**

لا يُقر الإسلام ما ذهب إليه الرأسماليون من أن المشكلة الاقتصادية هي مشكلة ندرة الموارد ولا نهائية الحاجات ، أي أن مردَّها إلى الطبيعة التي اتهمت ظلمًا بالشُّح ، ثم بالعجز عن تلبية احتياجات البشر .

إن تشخيص المشكلة على الوجه المتقدم ينصرف إلى كونه لوم للطبيعة على مشكلات من صنع البشر ، وهذا الأمر لا يتعارض فقط مع عقيدة كل من يدين بالإسلام ؛ بل والمنصفين أيضًا من الغرب [٣] ، وإنما تنشأ المشكلة من أمرين :

**الأول** : القصور في استخدام الموارد المتاحة والمسخرة من قِبل اللَّه تعالى .

**الثاني** : سوء توزيع الناتج بين أفراد المجتمع .

ويستدل على ذلك من أعظم كتاب أنزل لهداية الإنسان وتوجيهه على ما يحقق له سعادة الدنيا وسعادة الآخرة ، يقول تعالى : ﴿ وَلَقَدْ مَكَّنَّـٰكُمْ فِى ٱلْأَرْضِ وَجَعَلْنَا لَكُمْ فِيهَا

(١) "Economics is a study of man's action in the ordinary business of life. It inquires how he gets his income and how he uses it. Thus it is on one side a study of wealth and on the other hand more important side, a part of the study of man. Rimpo" .

د. مصطفى السعيد ، مرجع سابق ، ولمزيد من التفصيل يرجع إلى :

Alfred Marshall, Principles pf Economics, eight ed. book.

(٢) Economics studies human behaviour as a relationship between ends and scarce means which have alternatives uses.

د. عجمية ، مرجع سابق ، ولمزيد من التفصيل يرجع إلى :

Prof Robbins : An Essay on the Nature and Significance Economic Science.

(٣) فرانسيس مورلابيه ، خرافة الندرة ، ترجمة : أحمد حسان ( The Myth of Scarcity ) .

مَعَٰيِشَۗ قَلِيلٗا مَّا تَشۡكُرُونَ ﴾ [الأعراف: ١٠] .

﴿ وَمَا مِن دَآبَّةٖ فِي ٱلۡأَرۡضِ إِلَّا عَلَى ٱللَّهِ رِزۡقُهَا ﴾ [هود: ٦] .

﴿ وَكَأَيِّن مِّن دَآبَّةٖ لَّا تَحۡمِلُ رِزۡقَهَا ٱللَّهُ يَرۡزُقُهَا ﴾ [العنكبوت: ٦٠] .

﴿ وَءَايَةٞ لَّهُمُ ٱلۡأَرۡضُ ٱلۡمَيۡتَةُ أَحۡيَيۡنَٰهَا وَأَخۡرَجۡنَا مِنۡهَا حَبّٗا فَمِنۡهُ يَأۡكُلُونَ ۞ وَجَعَلۡنَا فِيهَا جَنَّٰتٖ مِّن نَّخِيلٖ وَأَعۡنَٰبٖ وَفَجَّرۡنَا فِيهَا مِنَ ٱلۡعُيُونِ ۞ لِيَأۡكُلُواْ مِن ثَمَرِهِۦ وَمَا عَمِلَتۡهُ أَيۡدِيهِمۡۚ أَفَلَا يَشۡكُرُونَ ﴾ [يس: ٣٣ - ٣٥] .

ويقول أيضًا : ﴿ ٱللَّهُ ٱلَّذِي خَلَقَ ٱلسَّمَٰوَٰتِ وَٱلۡأَرۡضَ وَأَنزَلَ مِنَ ٱلسَّمَآءِ مَآءٗ فَأَخۡرَجَ بِهِۦ مِنَ ٱلثَّمَرَٰتِ رِزۡقٗا لَّكُمۡۖ وَسَخَّرَ لَكُمُ ٱلۡفُلۡكَ لِتَجۡرِيَ فِي ٱلۡبَحۡرِ بِأَمۡرِهِۦۖ وَسَخَّرَ لَكُمُ ٱلۡأَنۡهَٰرَ ۞ وَسَخَّرَ لَكُمُ ٱلشَّمۡسَ وَٱلۡقَمَرَ دَآئِبَيۡنِۖ وَسَخَّرَ لَكُمُ ٱلَّيۡلَ وَٱلنَّهَارَ ۞ وَءَاتَىٰكُم مِّن كُلِّ مَا سَأَلۡتُمُوهُۚ وَإِن تَعُدُّواْ نِعۡمَتَ ٱللَّهِ لَا تُحۡصُوهَآۗ إِنَّ ٱلۡإِنسَٰنَ لَظَلُومٞ كَفَّارٞ ﴾ [إبراهيم: ٣٢ - ٣٤] .

﴿ وَلَوۡ أَنَّ أَهۡلَ ٱلۡقُرَىٰٓ ءَامَنُواْ وَٱتَّقَوۡاْ لَفَتَحۡنَا عَلَيۡهِم بَرَكَٰتٖ مِّنَ ٱلسَّمَآءِ وَٱلۡأَرۡضِ وَلَٰكِن كَذَّبُواْ فَأَخَذۡنَٰهُم بِمَا كَانُواْ يَكۡسِبُونَ ﴾ [الأعراف: ٩٦] .

﴿ أَفَرَءَيۡتُم مَّا تَحۡرُثُونَ ۞ ءَأَنتُمۡ تَزۡرَعُونَهُۥٓ أَمۡ نَحۡنُ ٱلزَّٰرِعُونَ ﴾ [الواقعة: ٦٣ ، ٦٤] .

﴿ فَلۡيَنظُرِ ٱلۡإِنسَٰنُ إِلَىٰ طَعَامِهِۦٓ ۞ أَنَّا صَبَبۡنَا ٱلۡمَآءَ صَبّٗا ۞ ثُمَّ شَقَقۡنَا ٱلۡأَرۡضَ شَقّٗا ۞ فَأَنۢبَتۡنَا فِيهَا حَبّٗا ۞ وَعِنَبٗا وَقَضۡبٗا ۞ وَزَيۡتُونٗا وَنَخۡلٗا ۞ وَحَدَآئِقَ غُلۡبٗا ۞ وَفَٰكِهَةٗ وَأَبّٗا ۞ مَّتَٰعٗا لَّكُمۡ وَلِأَنۡعَٰمِكُمۡ ﴾ [عبس: ٢٤ - ٣٢] .

﴿ وَفِي ٱلسَّمَآءِ رِزۡقُكُمۡ وَمَا تُوعَدُونَ ۞ فَوَرَبِّ ٱلسَّمَآءِ وَٱلۡأَرۡضِ إِنَّهُۥ لَحَقّٞ مِّثۡلَ مَآ أَنَّكُمۡ تَنطِقُونَ ﴾ [الذاريات: ٢٢ ، ٢٣] .

﴿ وَهُوَ ٱلَّذِي سَخَّرَ ٱلۡبَحۡرَ لِتَأۡكُلُواْ مِنۡهُ لَحۡمٗا طَرِيّٗا ﴾ [النحل: ١٤] .

ويستدل بهذه الآيات المعجزات أن الندرة التي يزعمونها فرية ، وإنكار وجحود بنعم الله ﷻ ، واتهام للطبيعة بالشح والعجز عن تلبية احتياجات البشر ، وهي التي أودع الله فيها الأقوات والأرزاق والقوى والطاقات ، وغير ذلك مما تستحيل بدونه حياة الإنسان والطير والدواب ، وتسجل الآيات زيف ما يزعمونه من اختلال في العلاقة بين الموارد والسكان بقوله تعالى : ﴿ وَأَنۢبَتۡنَا فِيهَا مِن كُلِّ شَيۡءٖ مَّوۡزُونٖ ﴾ [الحجر: ١٩] .

وإذا كانت هذه النصوص تكشف عن زيف ادعاءاتهم فليس بعد قول الله تعالى قول لأحد ، ولا إذعان لإمامة الغرب ومن سار على دربه ونهج نهجه [١] .

**إثبات خرافة الندرة :**

وإذا كنا قد أثبتنا من خلال نصوص قرآنية قطعية الدلالة والثبوت ما يدحض فرية الندرة ؛ فقد كان يكفينا هذا القدر ، ويغنينا عن الاسترسال ، إلا أننا قد رأينا في توارد الأدلة ما يدمغ أكذوبة الندرة .

تفيد تقارير اللجنة الرئاسية بالولايات المتحدة الأمريكية وكذا دراسات الإنتاج العالمي من الغذاء لعلماء جامعة ولاية « آيوا » أنه لا يزرع من الأراضي الصالحة للزراعة في العالم سوى ( ٤٤٪ ) وفي كل من إفريقيا وأمريكا اللاتينية لا يزرع سوى أقل من ( ٢٠٪ ) من الأراضي التي يمكن زراعتها [٢] ، وهذا في حد ذاته دليل على القصور في استخدام الموارد وليس ندرتها .

وما ذكره شيخ المؤرخين تقي الدين أحمد المقريزي في كتابه عن تاريخ المجاعات في مصر [٣] ، ما وقع في عهده من غلاء فحُش أمره ، وشنع ذكره ، فما كان من الناس إلا أن أكلوا القطط والكلاب [٤] ، وقد كانت مساحة الأرض الزراعية حينذاك تزيد عما هي عليه الآن ، وكان عدد السكان لا يزيد عن مليونين ونصف مليون نسمة ، مقابل ما يزيد الآن عن ( ٥٥ ) مليون نسمة في مصر ، وهنا يثور التساؤل : فهل كان سبب المجاعة ندرة الموارد ، أم القصور في استخدامها ؟

---

( ١ ) روى الأصمعي نادرة ذكرها الزمخشري في الكشاف ونقلها عنه صاحب الظلال في تفسير سورة الذاريات ، قال : « أقبلت من جامع البصرة فطلع أعرابي على قعود له فقال : ممن الرجل ؟ قلت : من بني أصمع ، قال : من أين أقبلت ؟ قلت : من موضع يُتلى فيه كلام الرحمن ، فقال : اتل عليَّ ، فتلوت عليه الذاريات ، فلما بلغت قوله تعالى : ﴿ وَفِي ٱلسَّمَآءِ رِزْقُكُمْ وَمَا تُوعَدُونَ ۝ فَوَرَبِّ ٱلسَّمَآءِ وَٱلْأَرْضِ إِنَّهُۥ لَحَقٌّ مِّثْلَ مَآ أَنَّكُمْ تَنطِقُونَ ﴾ [الذاريات : ٢٢ ، ٢٣] فصاح وقال : من الذي أغضب الجليل حتى حلف ؟ لم يصدقوه بقوله حتى ألجأوه إلى اليمين » .

( ٢ ) Food The Myth of Scarcity, by Francis Moorlappe and Joseph Collins, Souvenir Press (E & A) LTD.

( ٣ ) إغاثة الأمة بكشف الغمة ، تقي الدين أحمد المقريزي ، دار ابن الوليد ، سوريا .

( ٤ ) The Myth of Scarcity op. cit. P. 24.

وإننا نتساءل أيضًا : أية ندرة تلك التي يمكن أن نتعلق بها لدفع اللوم عن أنفسنا وإلقائه على الطبيعة ، وقد توحشت الأسماك في الأنهار وأعالي البحار ، ثم ماذا من السموم التي تدفع البلاد المختلفة من أجل الحصول عليها أعز ما تملك من العملات الصعبة ليزداد حجم الاختلال في موازين مدفوعاتها ، فضلًا عن قتل الإنسان والنبات والحيوان وتهديد الحياة ، إن المصادر الغربية تشير إلى أن المبيد الحشري « فوسفل » ( Fosvel ) قد ارتبط بقتله للجاموس والبشر في مصر ، فكثفت الشركات المنتجة من إنتاجها .

لقد عبر عن الندرة أحد الكتاب الغربيين من خلال ما أسماه « أخلاقيات قارب النجاة » هذا الكاتب هو « جاريت هاردن » وتخلص نظريته في أن الأرض تشكل الآن قارب نجاة ليس فيه من الطعام ما يكفي الجميع ، ثم يستطرد ... أليس من المنطقي أن يذهب الطعام إلى من يتمتعون بأكبر فرصة في النجاة ، وألا نخاطر بسلامة الجميع بإحضار ركاب جدد ، ثم يتساءل : ماذا يحدث إذا اقتسمت المساحة في قارب النجاة ؟ ثم يجيب .. يغطس القارب ، ويغرق الجميع ، العدالة المطلقة تعني الكارثة المطلقة (١) .

**قواعد النظام الاقتصادي الإسلامي :**

الإسلام دين دعوة ومنهج وحياة ، وليس مجرد نصوص أو طقوس ، ومن تأمل في قوله تعالى : ﴿ هُوَ أَنشَأَكُم مِّنَ ٱلْأَرْضِ وَٱسْتَعْمَرَكُمْ فِيهَا ﴾ [ هود : ٦١ ] أدرك أن هناك تكليفًا من قبل المولى ﷻ لعباده بعمارة الأرض ، وذلك بما يصلح شؤون حياتهم ، وييسر لهم سبل معاشهم ، فإذا قصر البشر في عمارتها – رغم تكليفهم وتوجيه الخطاب إليهم – فقد خالفوا أمر خالقهم فيما استخلفهم فيه ، والدين الإسلامي من هذا المنطلق ليس مجرد شعائر وعبادات ولكنه عقيدة وشريعة ، ومقتضى هذه العقيدة الإيمان بوحدانية الله ، وتفرده بالخلق والتدبير ، وتنزهه عن الند والشريك والمماثلة في الذات أو الصفات ، وتفرده باستحقاق العبادة والتقديس ، وأما الشريعة وهي الشق الثاني للدين الإسلامي فما هي إلا القواعد والأحكام الفقهية المتعلقة بالعبادات والمعاملات ، وهذه الأخيرة هي التي تحدد علاقة الفرد بربه ، وعلاقة الفرد بغيره ، ومن هذه المعاملات ما يتعلق بالبيوع ، والرهون ، والديون ، والكفالة ، والضمانة ، والوكالة ، والحوالة ، والشركة ، والوديعة ،

---

( ١ ) خرافة الندرة ، مرجع سابق .

والعارية ، والشفعة ، والهبة .

وإذا تناولنا جانبًا واحدًا من هذه الجوانب ، وهو جانب المال ؛ فمن الثوابت في الدين الإسلامي نهيه عن أكل أموال الناس بالباطل ، وتحريمه للربا ، وقد جعل الآخذ والعاطي فيه سواء ، كما أنه نهى عن الغش ، والاستغلال ، وإيتاء الأموال للسفهاء ، ونهى عن أكل أموال اليتامى ، وعن بخس الناس أشياءهم ، كما نهى عن النجش ، وبخس الكيل والميزان ، كما نهى عن الاحتكار والتسعير ، وأمر بالوفاء بالعقود والعهود ، وأمر على سبيل الندب بإثبات الدين حتى لا تضيع الحقوق ، وأمر بحسن القضاء والاقتضاء في البيع والشراء ، وأمر بالأمانة ، وفرض الزكاة ، وجعل في أموال الأغنياء حق معلوم للسائل والمحروم ، وفرض الفرائض ( المواريث ) وأبان أحكام الوصية ، وأباح بيع المزايدة ، والرهان المقبوضة ، وغير ذلك كثير مما جاء في كتب الفقه على وجه التفصيل .

وقد صاغ المفاهيم المتقدمة بدقة متناهية ، جامعة مانعة ، أحد أعلام الاقتصاد الإسلامي [1] ، وهو بصدد تحديد قواعد هذا النظام وذلك على الوجه التالي :

١ - أن الحاكمية والعبودية لله وحده ﷻ .

٢ - أن المال مال الله ونحن مستخلفون فيه .

٣ - أن شقي الشريعة الإسلامية وهما العبادات والمعاملات يرتبطان ارتباطًا عضويًا وموضوعيًا ببعضهما البعض .

٤ - أن مهمة الإنسان على ظهر الأرض هي عبادة الخالق تبارك وتعالى .

٥ - أن غاية الوجود على ظهر الأرض هي « إعمارها » ويرتبط بذلك تثمير الأموال .

**خصائص النظام الاقتصادي الإسلامي :**

١ - أهمية دافع الربح في تسيير النشاط الاقتصادي ، ولكن بمفهوم وضوابط إسلامية محددة .

٢ - أهمية نظام السوق وميكانيكية الأثمان بضوابطه الإسلامية .

٣ - مركز وأهمية العمل في هذا النظام واقترانه بالإيمان .

---

(١) أ.د. عبد الحميد الغزالي ، الاقتصاديات الكلية ، مرجع سابق .

٤ - الحرص على الإنفاق بشعبه الثلاث : الاستهلاكي والاستثماري والصدقي على أساس أن الإنفاق هو جوهر التنمية .

٥ - تحريم الربا ، كركن أساسي في هذا النظام .

٦ - توفر صيغ استثمار حقيقي للأموال عن طريق تضافر العمل ورأس المال .

٧ - تحريم الاحتكار والاكتناز ، وكل الممارسات الخاطئة في النشاط الاقتصادي من غش وتدليس ونجش .. إلخ ، ضمانًا لسوق إسلامية كاملة .

٨ - نظام مالي متكامل تكون ركيزته الزكاة ، ويشكل دعامة أساسية لدور محدد للدولة في توجيه وترشيد النشاط الاقتصادي .

٩ - تكافل اجتماعي بنّاء ، يعمل على توفير « تمام الكفاية » لكل فرد من أفراد المجتمع ، ويدفع الجميع إلى الاشتراك الفعلي في النشاط الاقتصادي تعميرًا للأرض .

١٠ - نظام توزيع يقوم على أساس معايير العمل والحاجة والضمان ؛ فالغنم بالغرم والخراج بالضمان ، فمن يعمل يكسب ومن لا يستطيع فعليه أن يسد حاجاته الأساسية عن طريق العمل ، ثم يتم مقابلة بقية هذه الاحتياجات من خلال معيار الحاجة .

١١ - نظام ملكية متعدد ، يشمل ملكية الدولة ، والملكية العامة ، والملكية الخاصة ، آخذًا في الاعتبار أن النوع الأخير يشكل عصب هذا النظام ، ويضبط بضوابطه الشرعية ؛ بمعنى قيامه بوظيفته الاجتماعية .

١٢ - نظام رقابي ذاتي شامل من الفرد على نفسه ، ومن الفرد على الحاكم ، ومن الحاكم على الفرد ، ومن الخالق تبارك وتعالى على الجميع (١) .

**المال وحرية التملك في الإسلام :**

إذا كان المال هو قوام الحياة وأنَّى للحياة أن تقوم أو تستقيم بغيره ؛ فليس بوسعنا أن نتحدث عن التنمية في الإسلام دون أن نشير إلى أنه على النقيض تمامًا من المذهب الاقتصادي الرأسمالي الحر ، والذي يطلق عنان الحرية للأفراد للتصرف في المال

---

(١) أ.د. عبد الحميد الغزالي ، الاقتصاديات الكلية ، مرجع سابق ، وقد استعنا في تحديد قواعد النظام الاقتصادي الإسلامي وخصائصه بالمؤلف دون سواه باعتباره أحد أعلام الاقتصاد الإسلامي في العالم الإسلامي ؛ ولأن هذه القواعد والخصائص تمثل وحدة واحدة متجانسة جامعة مانعة .

والممتلكات إلى الحد الذي ذهب بآدم سميث إلى التساؤل من خلال نظرية المشاعر الأخلاقية ( Theory of moral sentiments ) عن الغاية من الجشع والطمع والجري وراء الثروة ، وأجاب على ذلك من خلال كتابه « ثروة الشعوب » أن كل هذا التهافت الجشع على الثروة يلقى ما يبرره أخيرًا في الرجل العادي [(١)] ، وهذه المقولة ترتبط بزعمه أن هناك يدًا خفية تعمل على تحقيق التوازن والتوافق بين مصلحة الأفراد الذاتية ومصلحة المجتمع .

بل إن سميث ( Smith ) ذهب مؤكدًا وجهة نظره بقوله : « إننا لا نتوقع عشاءنا من كرم القصاب أو صانع الخمر أو الخباز ، ولكن نتوقع منهم رعايتهم لمصلحتهم الذاتية ؛ إننا لا نخاطب إنسانيتهم وإنما نخاطب حبهم لذواتهم ، ولا نحدثهم عن الأشياء الضرورية لهم وإنما عن المزايا التي يحصلون عليها » [(٢)] .

وإذا كانت الحرية الرأسمالية قامت على الإفراط المقيت في حب الذات أو ما أطلق عليه علم النفس « الأنا الأعظم » ( Egoism ) فإن الإسلام على الجانب الآخر يقيد حرية المسلم في التصرف في المال فصاحب المال في نظر الإسلام ليس هو المالك الأصيل ؛ لأن المالك الأصيل هو الله ، وإنما هو منتفع به ومؤتمن عليه ومستخلف فيه .

## تكوين الفائض الاقتصادي من منظور إسلامي :

الفائض الاقتصادي : هو الزيادة في الدخل القومي على الاستهلاك القومي [(٣)] ، وتقتضي زيادة الفائض الاقتصادي في الدول النامية إما زيادة الدخل ، وإما تقييد الاستهلاك وتحجيمه ، ولما كانت زيادة الدخل عملية معقدة وتدور معها وحولها حلقة الفقر الخبيثة ( The Vicious circle of poverty ) ، فإن الخيار الثاني المطروح أمام الدول النامية هو تقييد الاستهلاك وترشيده والذي يتعين البدء به للعمل على إزالة بعض الاختلالات الهيكلية كالخلل القائم بين الإنتاج والاستهلاك أو بين التصدير والاستيراد ، وإلى أن تتمكن هذه الدول من تدعيم بنيتها الاقتصادية وإزالة مختلف الاختلالات

---

( ١ ) The Wordly philosophers, by Robert Heilbroner.

ترجمة د. راشد البراوي ، قادة الفكر الاقتصادي .

(٢) المرجع السابق ( ص ٨٢ ) .

(٣) أ.د. رفعت المحجوب ، دراسات اقتصادية إسلامية .

الهيكلية والبنيانية ، وإقامتها لجهاز إنتاجي فني ومتقدم ويتميز بالمرونة وقادر على تشغيل كافة الموارد المعطلة وغير المستغلة ، إلا أن السؤال الذي يظل مطروحًا هو نظرة الإسلام لمسألة الاستهلاك .

## الاستهلاك من منظور إسلامي :

المسلم مطالب بالاعتدال في التمتع بالطيبات من الرزق وعدم الإفراط أو التفريط أو الإسراف أو التقتير امتثالًا لقوله تعالى : ﴿ وَالَّذِينَ إِذَا أَنفَقُوا لَمْ يُسْرِفُوا وَلَمْ يَقْتُرُوا وَكَانَ بَيْنَ ذَلِكَ قَوَامًا ﴾ [الفرقان : ٦٧] ، ولقوله تعالى : ﴿ وَكُلُوا وَاشْرَبُوا وَلَا تُسْرِفُوا إِنَّهُ لَا يُحِبُّ الْمُسْرِفِينَ ﴾ [الأعراف : ٣١] .

ولقوله ﷺ فيما رواه المقداد بن معد يكرب رضي الله عنه قال : سمعت رسول الله ﷺ يقول : **« ما ملأ آدمي وعاءً شرًا من بطنه ، بحسب ابن آدم لقيمات يقمن صلبه ، وإن كان لا بد فاعلًا فثلث لطعامه ، وثلث لشرابه ، وثلث لنفسه »** (١) .

وصح عن رسول الله ﷺ أنه قال : **« الكافر يأكل في سبعة أمعاء ، والمؤمن يأكل في معي واحد »** (٢) .

وليس معنى ذلك أن الإسلام يدعو المسلم إلى أن يحيا حياة الكفاف ، ولا أنه يذره يعاني شظف العيش ، وإنما يتكفل بدفع ذوي الحاجات وأهل الكفاف إلى الكفاية ، ودليلنا على ذلك قوله تعالى : ﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا كُلُوا مِن طَيِّبَاتِ مَا رَزَقْنَاكُمْ وَاشْكُرُوا لِلَّهِ إِن كُنتُمْ إِيَّاهُ تَعْبُدُونَ ﴾ [البقرة : ١٧٢] .

ولما رواه أحمد عن عمرو بن شعيب عن أبيه عن جده عن النبي ﷺ قال : **« كلوا وتصدقوا والبسوا في غير إسراف ولا مخيلة »** (٣) .

---

(١) الحديث رواه الترمذي ، وقال : حديث حسن ، وقد جاء في رياض الصالحين بلفظ « أكلات » بمعنى لقم ، وذكره الغزالي أيضًا في الإحياء في بيان فضيلة الجوع وذم الشبع ( ٧٨/٣ ) ، عيسى الحلبي .

(٢) الحديث رواه مالك في موطأه في كتاب : صفة النبي ﷺ ، باب : ما جاء في معي الكفار ، ( ٩٢٤/٢ ) ، ط عيسى الحلبي ، وكذا رواه البخاري في صحيحه في كتاب : الأطعمة ، باب : المؤمن يأكل في معي واحد ، البخاري شرح السندي ، قال : حدثنا إسماعيل ، قال حدثني مالك عن أبي الزياد عن الأعرج عن أبي هريرة رضي الله عنه وذكر الحديث ، وكذلك رواه مسلم في صحيحه في كتاب الأشربة ، مسلم بشرح النووي .

(٣) انظر البخاري بشرح السندي .

وفي رواية عن ابن عباس : « **كل ما شئت والبس ما شئت ما أخطأتك خصلتان سرف ومخيلة** » (١) .

ولما رواه كذلك عمران بن حصين ﷺ أن النبي ﷺ قال : « **إن الله يحب إذا أنعم على عبد نعمة أن يرى أثر نعمته على عبده** » (٢) .

ولما رواه عمرو بن دينار قال : قال عمر بن الخطاب : « **إذا أعطيتم فأغنوا** » ، يعني : « الصدقة » (٣) .

وقد روى ابن حزم عن الحسن أن يعطي من الصدقة الواجبة من له الدار والخادم ، إذا كان محتاجًا ، وعن إبراهيم نحو ذلك ، وعن سعيد بن جبير يعطي منها من له الفرس والدار والخادم ، وعن مقاتل بن حيان : يعطي منها من له العطاء من الديوان وله فرس (٤) .

ولما رواه البخاري أيضًا في صحيحه قال : حدثنا إسماعيل بن عبد الله ، قال : حدثني مالك عن أبي الزناد عن الأعرج عن أبي هريرة ﷺ أن رسول الله ﷺ قال : « **ليس المسكين الذي يطوف على الناس ترده اللقمة واللقمتان والتمرة والتمرتان ، ولكن المسكين الذي لا يجد غنى يغنيه ولا يفطن به فيتصدق عليه ولا يقوم فيسأل الناس** » (٥) .

ويبين مما تقدم أن الإسلام يدعو الإنسان إلى الاعتدال في طعامه وشرابه ولباسه ، وأن يتمتع بالطيبات في غير سرف ولا مخيلة .

وإذا كان هذا هو منظور الإسلام للاستهلاك فإن للغرب مفهومًا آخر لخفض إنفاق المجتمع على الاستهلاك ؛ فيذهب اللورد كينز في نظريته العامة « التوظيف والنقود » ، إلى أن عادات الإنفاق على الاستهلاك تتفاوت لدى الطبقات تفاوتًا كبيرًا ، وأن الميل الحدي للاستهلاك لدى طبقة الأغنياء أقل منه لدى طبقة الفقراء ، وأن الفقراء يستهلكون نسبة أعلى من دخولهم عن الأغنياء ، وأنه لو لسبب ما كان من المرغوب فيه خفض

---

(١) رواه ابن كثير في تفسيره للآية : ﴿ وَكُلُوا وَاشْرَبُوا وَلَا تُسْرِفُوا ﴾ [الأعراف : ٣١] ، وقال : أخرجه البخاري وأحمد ، ( ٢/٢١٠ ) ، ط عيسى الحلبي .

(٢) انظر سبل السلام ، باب : اللباس ، ( ٢/٤٩٤ ) ، مكتبة عاطف .

(٣) الحديث رواه ابن حزم موقوفًا في المحلى ، ( ج ٦ ) ، قسم الصدقات ، وقال : لا نعلم لهذا القول خلافًا من أحد من الصحابة .

(٤) المرجع السابق ، ( ص ١٥٥ ، ١٥٦ ) ، ط دار التراث .

(٥) البخاري بشرح السندي ، باب : ﴿ لَا يَسْأَلُونَ النَّاسَ إِلْحَافًا ﴾ ، ( ١/٢٤٨ ) ، ط الحلبي .

إنتاج المجتمع من الاستهلاك لكان من السهل إحداث ذلك بفرض ضريبة على الفقراء وإعطاء حصيلتها للأغنياء الذين سوف يدخرون جزءًا كبيرًا منها [١] .

وهذه الوسيلة التي ذكرها كينز تتعارض مع أبسط القيم الأخلاقية والدينية وتمجها الفطر والطبائع السليمة ، ذلك أنها تمثل استيلاء على دخل الفقراء بطرق غير مشروعة ، وعلى النقيض من ذلك يقرر نبي الإسلام صلوات الله وسلامه عليه منذ أربعة عشر قرنًا قاعدة مؤداها : « **تؤخذ من أغنيائهم وترد على فقرائهم** » [٢] ، بينما يرى كينز أن تؤخذ من فقرائهم وتعطى لأغنيائهم ، والإسلام لا يسمح باستئثار القلة الغنية بخيرات المجتمع ؛ بل ذهب بعض فقهاء المسلمين إلى القول أنه : « إذا مات رجل في بلد جوعًا فأهلها كلهم قتلة ، وتجب عليهم الدية » [٣] .

## التراكم الرأسمالي من منظور إسلامي :

بعض الكتاب المشتغلين بالاقتصاد الإسلامي يتحرجون من معالجة هذا الموضوع خشية الزلل ، وإذا تناولوه ، فإنهم يتناولونه بحذر ، ولعل في رسالة الإمام علي بن أبي طالب لعامله في مصر ما يعالج هذه المسألة بنظرة أبلغ من نظرة الاقتصاديين المعاصرين .

فيقول الإمام علي في رسالته لابن الحارث الأشتر النخعي ما يلي : « وليكن نظرك في عمارة الأرض أبلغ من نظرك في استجلاب الخراج ؛ لأن ذلك لا يدرك إلا بالعمارة ، ومن طلب الخراج بغير عمارة ، أضر بالبلاد وأهلك العباد ولم يستقم أمره » [٤] .

وقد جسد عبد الملك بن مروان نفس المعاني التي تضمنتها رسالة الإمام علي ، والتي تكفل تكوين الثروة وسرعة نمائها في أسمى الصور الإنسانية ، وذلك في كتاب إلى الحجاج ، حينما طلب منه الحجاج أخذ الفضل من أموال السواد ؛ فمنعه من ذلك

---

(١) د. جمال سعيد ، النظرية العامة لكينز ، ( ص ١٥١ ) .

(٢) الحديث رواه البخاري عن ابن عباس ، في باب : أخذ الصدقة من الأغنياء ، ومن قوله ﷺ لمعاذ بن جبل حينما بعثه إلى اليمن : « فإنْ هُم أطاعوا فأخبرهم أن الله فرض عليهم صدقة تؤخذ من أغنيائهم فتردُّ على فقرائهم » ، البخاري بشرح السندي ، ( ٢٦١/١ ) .

(٣) الإحكام في أصول الأحكام لابن حزم الأندلسي ، وكذا المحلى ، كتاب : الدماء والقصاص والديات ، ( ٥٢٤/١٠ ) .

(٤) نهج البلاغة فيما اختاره الشريف الرضي عن الإمام علي بن أبي طالب ، ( ص ٢١٠ ) ، دار مطابع الشعب .

وكتب إليه يقول : « لا تكن على درهمك المأخوذ أحرص منك على درهمك المتروك ، وأبق لهم لحومًا يعقدون بها شحومًا » (١) .

**الإسلام والأزمات الاقتصادية :**

تفسر بعض الدراسات الأزمة الاقتصادية على أنها تمثل مجموعة من الاختلالات في الاقتصاد الداخلي والخارجي ، وهذه الاختلالات تخلص في اختلال العلاقة بين الإنتاج والاستهلاك ، وبين الاستثمار والادخار ، وبين الموارد العامة والنفقات العامة ، وبين الواردات والصادرات .

وهذه الاختلالات تؤدي بالضرورة إلى تفاقم الأزمات الاقتصادية والتي تظهر بشكل أوضح في الاختلال الهيكلي بين الأسعار والأجور ، فبينما تزداد الفجوة اتساعًا بين الأسعار والأجور من ناحية ، يزداد الاختلال تعاظمًا بين الأجور والإنتاج من ناحية أخرى ؛ حيث تنخفض الإنتاجية في مقابل الأجور ؛ الأمر الذي يتضح معه أن الأزمة الاقتصادية تكمن في ضعف الإنتاج (٢) .

والاختلالات التي أشرنا إليها لا وجه لوجودها في ظل الالتزام بمنهج الإسلام ؛ فالكون أساسه التوازن ، والإنسان جزء من هذا الكون ، فإذا تحدثنا عن الاختلال فإنما نتحدث عن انحراف الإنسان عن المسار التوازني لنواميس الكون والحياة ، ودليلنا على ذلك قوله تعالى : ﴿ وَٱلْأَرْضَ مَدَدْنَٰهَا وَأَلْقَيْنَا فِيهَا رَوَٰسِىَ وَأَنۢبَتْنَا فِيهَا مِن كُلِّ شَىْءٍ مَّوْزُونٍ ﴾ [ الحجر : ١٩] .

فإذا تدبرنا هذه الآية وأمعنَّا فيها النظر ، وتأملنا كذلك الآية الكريمة : ﴿ وَٱللَّهُ أَنۢبَتَكُم مِّنَ ٱلْأَرْضِ نَبَاتًا ﴾ [ نوح : ١٧] .. استبان لنا على وجه لا يقبل الشك أن حكمة الله ﷻ تجلَّت في خلقه الجبال لكي تكون للأرض رواسي وأوتاد ؛ حتى لا تضطرب وتميد ، والاضطراب في اللغة : هو الاختلال ، وهو نقيض التوازن ، ثم يخبرنا ﷻ أن كل

---

(١) نقلًا عن د. محمد عبد المنعم عفر ، مجلة الاقتصاد ، العدد ( ٢٢ ) لسنة ( ١٩٨٤م ) ، والأرض السوداء هي التي بها زرع وشجر وخلافًا للأرض البيضاء التي لا شجر بها ولا غرس ، الخراج لأبي يوسف ، دار الشروق ، ( ص ٣١٨ ) .

(٢) أ.د. عبد الحميد الغزالي ، من مقال بجريدة الأهرام القاهرية ، عدد الجمعة عام ( ٨٨ ) بشيء من التصرف .

ما نبت في الأرض يتصف بالتوازن وهو ما يستدل من قوله تعالى : ﴿ وَأَنۢبَتۡنَا فِيهَا مِن كُلِّ شَيۡءٖ مَّوۡزُونٖ ﴾ [الحجر: ١٩] .

هذا الاتزان من نواميس الكون ، ولا تستقيم الحياة في غيبته ، والإنسان شأنه في ذلك شأن سائر النبات وهو ما يستدل به من قوله ﷻ : ﴿ وَٱللَّهُ أَنۢبَتَكُم مِّنَ ٱلۡأَرۡضِ نَبَاتٗا ﴾ [نوح: ١٧] .

فإذا كان كل ما ينبت على هذه الأرض يتصف بالتوازن ، والإنسان نبتٌ من نبات الأرض ؛ فهذا يقتضي التسليم من جانب المسلمين بأن هذا الكون أساسه التوازن ، وأن الإنسان وهو جزء من هذا الكون هو المسؤول عن أدنى اختلال إذا انحرف عن المسار التوازني لنواميس هذا الكون ؛ فالإنسان هو المنتج وهو المستهلك وهو المدخر وهو المكتنز وهو المستثمر ، وبه يتم الإنتاج ومن أجله أيضًا .

فلا ينبغي أن يكون هناك إفراط ولا تفريط ولا إسراف ولا تقتير ولا شح ولا تبذير ، وحسب المسلم أن يتلو قوله تعالى : ﴿ وَلَا تَجۡعَلۡ يَدَكَ مَغۡلُولَةً إِلَىٰ عُنُقِكَ وَلَا تَبۡسُطۡهَا كُلَّ ٱلۡبَسۡطِ فَتَقۡعُدَ مَلُومٗا مَّحۡسُورًا ﴾ [الإسراء: ٢٩] .

وإذا كنا قد تعرضنا خلال هذا المطلب لضوابط الإسلام في العمل والإنتاج والاستهلاك والاستثمار فحسبنا ذلك على سبيل الإشارة والتنويه .

**التنمية الاقتصادية ومشكلة الانفجار السكاني :**

لقد وقع مالتوس ومن بعده المالتوسيون الجدد في خطأ بيِّن ؛ حينما نظروا إلى كل مولود جديد على أنه يمثل وحدة استهلاكية إضافية ، وتناسوا أنه يمثل أيضًا وحدة إنتاجية إضافية ، وقد اندفع مالتوس إلى كتابة مقالته عن السكان بعدما قرَّر بعض فلاسفة عصره أنه ليس هناك قانونًا طبيعيًا يحد من قدرة الإنسان على تحسين ظروفه المعيشية ، وأن بوسع الإنسان أن يستخدم قوانين الطبيعة لتحسين الإنتاج ، وكتب مالتوس مقالته الأولى والتي تنتهي فيها إلى مبدأ مؤداه : « أن قدرة الإنسان على الإنجاب أعظم من قدرته على الإنتاج » [١] .

(١) Some philosophers held that no natural law limited man's ability to improve his conditions of life. They believed that man could use scientific natural laws to improve his production, his health and his general welfare. Because Malthus did not agree with some of =

وإذا أردنا أن نحلل موقف الدول المتقدمة في المؤتمر العالمي للسكان في بوخارست في أغسطس عام ( ١٩٧٤م ) ، والذي زعمت فيه البلاد المتقدمة أن الاكتظاظ السكاني هو السبب الرئيسي للفقر ، وقالت غالبيتها ، أن إبطاء النمو السكاني هو شرط أساسي مسبق للتنمية الاقتصادية [١] ، فإن تفسير ذلك - من غير مشقة - فيما أعلنه ( Paul Chmits ) بقوله : « وبجانب هذا الوضع الذي أكسب الشرق وضعًا إستراتيجيًا في السياسة الدولية ، يوجد لديه عنصران آخران يؤثران تأثيرًا كبيرًا في سياسة التعاون بين الأقطار الإسلامية ؛ الأمر الذي يؤدي إلى أن تصبح غدًا قوة عالمية ، وهذان العنصران هما الزيادة المضطردة في عدد سكانه وما توصلت إليه الأبحاث من أن في باطن أرضه ثروة من المواد الخام تكفي - كما يقول الخبراء - لقيام صناعة تضارع مثيلاتها في أوروبا ؛ بل سيكون لدى المشرق فائضًا يجعله من أولى المناطق المصدرة لها في العالم ، وهذان - أي العنصران - هما مصدر القوة في العالم الإسلامي » [٢] .

**معدل النمو الاقتصادي من منظور إسلامي :**

معدل النمو الاقتصادي لا يعتبر في حد ذاته مقياسًا للتقدم ؛ إذ إنه لا يفرق بين الحلال والحرام بين إنشاء مزرعة دواجن أو مزرعة خنازير ، وإنشاء مسجد أو ملهى ليلي ، أو إقامة مصنع لتنقية المياه ، ومصنع للخمور أو مدرسة لتحفيظ القرآن وأخرى لتعليم الرقص وفنون الباليه [٣] .

**كلمة أخيرة :**

ونحن بما قدمناه لم نكن في مجال للمقارنة ، وما يكون لنا أن نفعل ؛ لأنها ستكون مقارنة بين فكر من صنع الإنسان غير المعصوم من الزلل ، وفكر مستمد من منهج إلهي شامل للحياة .

---

the ideas, He wrote his first essay to show that man's ability to reproduce was greater than his= ability to produce. This was his "Principle of Population". Thompson & Lewis - Population Problem. 5th ed. Mc Graw hll. P. 15.

(١) مجلة المسلم المعاصر ، العدد ( ٤٨ ) ، ( ص ١٤٨ ) ، د. كارم السيد غنيم .

(٢) المرجع السابق .

(٣) الموسوعة العلمية والعملية لاتحاد البنوك الإسلامية .

## المَطْلَبُ الثَّالِثُ : دور سوق الأوراق المالية في تمويل التنمية :

### تمهيد :

استعرضنا في المطلبين المتقدمين مسألتي التخلف والتنمية من خلال كتابات رواد الاقتصاد الأولين ومؤلفات وآراء الثقات من الاقتصاديين المعاصرين الذين تناولوا هذا الفكر بالنقد والتحليل ، وانتهينا إلى أن الفكر الغربي المعاصر إنما هو امتداد للفكر الاستعماري القديم ، وأن نظرة الغرب تجاه الدول المتخلفة لا تختلف عن نظرة التجاريين والتقليديين ، وأن هذه الدول على تلون أشكالها لا تريد للدول التي تخلفت عن الركب أن تفلت من قبضتها ؛ بل إنها على النقيض من ذلك لا تألوا جهدًا في عرقلة نموها والإبقاء على تخلفها وربطها معها - ولو من خلال المساعدات الأجنبية - برباط التبعية والخضوع .

إلا أننا - من قبيل الإنصاف والأمانة العلمية - نبهنا إلى أنه لا ينبغي النظر إلى كافة النظريات الغربية التي تتناول مشاكل الدول النامية ، وعمليات الإنماء الاقتصادي على أنها شر مستطير ؛ لأن فيها من الجزيئات ما فيه خير كثير .

وإذا استعرضنا في عجالة في المطلب المتقدم المذهبين الأساسين في إستراتيجية التنمية في الوقت الحاضر ، وهما : نظرية النمو المتوازن ، ونظرية النمو غير المتوازن ، وانتهينا أيضًا إلى عدم صلاحية أي من النظريتين لإحداث التنمية الاقتصادية في الدول الآخذة في النمو ؛ الأمر الذي دعا أحد مشاهير الاقتصاد المصريين إلى القول : « ربما كان أبلغ ما يقال في هذا المجال أن خير الإستراتيجيات ما تلاءمت مع الظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية السائدة بالبلاد » [(١)] .

إن خلاص البلاد المتخلفة من معالم التخلف يقتضي بداهة إزالة أسبابه ، ولعل أحد الأسباب الرئيسية التي ساقها كمٌّ غفير من الاقتصاديين في هذا الصدد تكمن في عدم كفاية رؤوس الأموال المنتجة وتخلف طرائق الإنتاج في هذه البلاد .

وإذا كان هناك شبه إجماع بين الاقتصاديين على أهمية التكوين الرأسمالي ( Capital formation ) إلا أنهم اختلفوا في درجة أهمية عنصر رأس المال ؛ فبينما يرى

---

(١) د. محمد زكي شافعي ، مرجع سابق ، ( ١٤/٢ ) .

إن مسألة ضخ القروض من الوحدات ذات الفائض التي أتخمتها التراكمات الرأسمالية إلى دول العالم الثالث ( ذات العجز ) إنما تستهدف إعادة تدوير الفوائض البترودولارية ، وما يصاحب ذلك غالبًا من تنشيط كافة صادرات الدول الرأسمالية من مواد غذائية وأسلحة وتكنولوجيا وسيارات وأجهزة ترفيهية ومشروعات وخبراء ، ويترتب على ذلك ارتداد هذه القروض وفوائدها إلى هذه الدول ؛ حيث يتم إعادة تصديرها مرة أخرى عن طريق المزيد من القروض والمزيد من الشروط [١] .

لذلك فإن التمويل الخارجي يجب النظر إليه دائمًا كعنصر ثانوي أي كعنصر مكمل للموارد المحلية وليس بديلًا عنها ؛ بل ويجب أن تتناقص أهمية التمويل الخارجي لهذه الدول بحيث يتسنى لها في نهاية مرحلة معينة أن تستغني عنه كلية [٢] .

وحسبنا أن نسوق هنا ما ذكره أحد كتاب الغرب المعتدلين في هذا الصدد :

( Foreign assistance, if not in the form of grants, means some burden in the future the extent which foreign loans can be serviced repaid will ultimately depend on what can be saved at home in the future ) .

فالكاتب المذكور وهو من مشاهير الاقتصاديين الغربيين يصدقنا القول حينما يقرّ أن المساعدات الأجنبية ما لم تكن في شكل منح أو هبات ، إنما تمثل عبئًا في المستقبل وأن المدى الذي يمكن أن يعتمد عليه في خدمة هذه القروض إنما يتوقف على حجم المدخرات المحلية .

ثم يستطرد الكاتب في مزيد من الصراحة إلى القول بأن المدخرات المحلية هي المصدر الذي ينبغي الاعتماد عليه بصفة أساسية لكسر حلقة الفقر المعيبة وإزالة أسباب التخلف :

( Domestic savings are therefore the more reliable source of development to break the vicious circle of poverty and under - development ) [٣] .

أما عن الحجة التي كثيرًا ما تساق في شأن عدم إمكانية زيادة معدل الادخار المحلي في ظل أوضاع التخلف الاقتصادي فإنها لم تعد مقبولة في الفكر التنموي الحديث ؛

---

(١) د. مخلف أحمد عبد الغني ، مقال بالأهرام الاقتصادي حول أزمة الاقتصاد السري ، العدد ( ٦٥٤ ) لسنة ( ١٩٨٧م ) .

(٢) د. رمزي زكي ، مشكلة التضخم في مصر ، ( ص ٧٢٢ - ٧٣٦ ) .

(٣) Geral N. Meier, Leading issues in Economic Develoment, P. 219.

بعض الاقتصاديين أن مشكلة ندرة رأس المال تعدُّ أحد العوامل المسؤولة عن استمرار أوضاع التخلف ، ويرى آخرون أن ندرة رأس المال تحجب ماعداها من خصائص التخلف ، وأن رأس المال يعتبر محور التنمية الاقتصادية ، ويوافق هؤلاء جميعًا من يرى أنه من غير المتصور إحداث التنمية الاقتصادية في غيبة التكوينات الرأسمالية ( Capital formation ) إلا أن فريقًا آخر من الاقتصاديين يرى أن هناك من العوامل ما يفوق رأس المال في الأهمية [١] .

ويجمع بين هذه الآراء ما ذكره ( Meier ) من أن التراكم الرأسمالي ليس كل شيء إلا أنه يمثل جوهر عملية التنمية والتي من خلالها تصبح كل أوجه التنمية ممكنة [٢] .

وإذا كنا قد انتهينا في مبحث سابق إلى أن إحداث التنمية يقتضي إحداث تغيير عميق في البنيان الاقتصادي للبلاد النامية ، وأن السبيل إلى ذلك إنما يتحقق من خلال تكوين جهاز إنتاجي كافٍ لتشغيل الموارد العاطلة ، وإلى فن إنتاجي متقدم لاستخدامه في تشغيل هذا الجهاز ، فمما لا شك فيه أن تكوين هذا الجهاز يقتضي زيادة التكوينات الرأسمالية زيادة مضطردة بما يسمح بزيادة المقدرة الإنتاجية للاقتصاد القومي .

وإذا ما تمكنت البلاد النامية من زيادة طاقاتها وقدراتها الإنتاجية ، ترتب على ذلك زيادة الدخول ، فزيادة المدخرات الوطنية ، فزيادة التكوينات الرأسمالية [٣] ؛ عندئذ تنكسر حلقة الفقر الخبيثة التي تناولها نيركسه في مؤلفه الشهير عن مشاكل تكوين رأس المال في الدول المتخلفة .

**اثر المدخرات على معدل النمو الاقتصادي :**

لقد ثبت من الدراسات التي أعدت في مختلف البلدان والمؤسسات الدولية أن نسبة المدخرات إلى الدخل في البلاد المتخلفة تقل عن ( ١٠٪ ) بينما تبلغ هذه النسبة حوالي

---

( ١ ) UN, Processes and Problems of Industrialization in Underdeveloped Countries, N. York 1955. P. S

نقلًا عن د. حمدية زهران ، التنمية الاقتصادية .

( ٢ ) G erald Meier, Leading Issues in Economic Development. P. 219.

(٣) Capital Formation can be defined as any investment capacity of society that increases the productivity ( James ). C. Van Horne ( 1980 ) Financial management and Policy - Prentice - Hall - New Jersy.

( ١٥٪ ) في الدول المتقدمة اقتصاديًا ، كما أعدت العديد من الدراسات في شأن مقدار رأس المال المطلوب لزيادة الناتج القومي بمقدار وحدة واحدة ، وذلك في كل قطاع من قطاعات الاقتصاد على حدة ، وفي الاقتصاد القومي ككل ، وهذا المقدار هو الذي يُطلق عليه معامل رأس المال ( Capital Coefficient ) أو نسبة رأس المال إلى الناتج ( Capital - output ratio ) .

فلو افترضنا أننا بصدد زيادة الناتج القومي بما قيمته ( ٢٠ ) مليون جنيه ويقدر معامل رأس المال بـ ( ٤ ) جم ، فإن ذلك يقتضي زيادة التراكمات الرأسمالية ( Capital accumulation ) بمقدار ( ٨٠ ) مليون جنيه مصري ، ولو افترضنا أن السكان يزيدون بمعدل ( ٢,٥٪ ) سنويًا فإن الحد الأدنى لمعدل النمو الاقتصادي ينبغي ألا يقل عن معدل النمو السكاني ؛ بل وينبغي تجاوز هذا المعدل بما يسمح بزيادة متوسط نصيب الفرد من الدخل القومي ، أما إذا انخفض عن معدل نمو السكان ، فإن ذلك يعني انخفاض متوسط نصيب الفرد من الدخل القومي ، فضلًا عما يصاحب هذا الانخفاض من آثار على خطط التنمية الاقتصادية .

ونوضح فيما يلي كيفية حساب معدل النمو الاقتصادي [1] .

| الناتج القومي | نسبة المدخرات | الادخار | الاستثمار | معامل رأس المال | الزيادة في الناتج القومي |
|---|---|---|---|---|---|
| ١ | ٢ | ٣ | ٤ | ٥ | ٦ |
| ١٠٠٠٠٠٠ | ٦٪ | ٦٠٠٠٠ | ٦٠٠٠٠ | ٤ | ١٥٠٠٠ |
| معدل النمو | = ( ٦ ) / ( ١ ) | ١٥٠٠ / ١٠٠٠٠٠٠ | = ( ٢ ) / ( ٥ ) | ٠,٠٦ / ٤ | ٠,٠١٥ |

ويتبين من الجدول المتقدم أنه بإمكاننا الحصول على معدل النمو الاقتصادي :

( ١ ) General M. Meier, Leading Issues in Economic Development P. 221.

الزيادة في الناتج القومي ( ٦ )
بقسمة ـــــــــــــــــــ في الشكل ـــــــ
الناتج القومي ( ١ )

نسبة المدخرات ( ٢ )
أو بقسمة ـــــــــــــــــــ في الشكل ـــــــ
معامل رأس المال ( ٥ )

**المصادر التمويلية للعملية التنموية :**

تتعدد مصادر التكوين الرأسمالي في المجتمعات ، ويعتبر الادخار بلا خلاف بين الاقتصاديين هو المرحلة الأولى في عملية تكوين رأس المال ، تليها مرحلة تعبئة المدخرات ، بينما تتحصل المرحلة الثالثة في تحويل المدخرات إلى تجهيزات وسلع استثمار .

ومن المعلوم أن الادخار قد يكون اختياريًا كما قد يكون إجباريًا ؛ أما الادخار الاختياري فهو الذي يقبل عليه الأفراد والمشروعات عن طواعية واختيار ، ويتمثل في مدخرات القطاع العائلي ومدخرات قطاع الأعمال بشقيه الخاص والعام .

وأما الادخار الإجباري فينتزع من الأفراد والمشروعات جبرًا ؛ حيث يتم الاستيلاء علي جزء من دخل الأفراد قسرًا سواء عن طريق الضرائب أو عن طريق التضخم ، والذي يعتبره بعض الكتاب استيلاء على الدخل بطرق غير مشروعة [1] .

ويقسم بعض الاقتصاديين المصادر التمويلية من وجهة النظر القومية إلى قسمين رئيسيين ، هما : المصادر التمويلية الداخلية ، والمصادر التمويلية الخارجية .

---

(١) د. زكي شافعي ، مرجع سابق .
وأيضًا : Financing & Economic Development Dec. 1963 P. 4.
وأيضًا : محمد عبد المنعم عفر ، مقال عن تكوين رأس المال ، مجلة الاقتصاد الإسلامي ، العدد ( ٢٢ ) .
وأيضًا : د. يحيى عويس ، المشاكل الاقتصادية ، القاهرة ، ( ط ٧٨ ) ، ( ص ٧٧ ، ٧٨ ) ، وأيضًا : محمد صبحي ، الاقتصاد ، ( ط ٨٦/٨٥ ) ، ( ص ٣٣١ - ٣٤٠ ) .

**أولًا : المصادر الداخلية** : وتشمل هذه المصادر :

أ - مدخرات القطاع العائلي .

ب - مدخرات قطاع الأعمال الخاص .

ج - مدخرات قطاع الأعمال العام .

د - مدخرات القطاع الحكومي .

وتتمثل مدخرات القطاع الخاص في الفرق بين جملة دخول الأفراد التي يمكن التصرف فيها من ناحية ، والإنفاق الخاص على الاستهلاك من ناحية أخرى ، ويتوقف مستوى الادخار بهذا القطاع على عدة عوامل أهمها مقدار الدخل وبيان توزيعه ، أما مدخرات قطاع الأعمال الخاص فتتمثل في الأرباح غير الموزعة ، فضلًا عن مخصصات استهلاك رأس المال ، أما مدخرات قطاع الأعمال العام فتتمثل فيما يؤول إلى الحكومة من أرباح المشروعات المملوكة لها ، أما عن مدخرات القطاع الحكومي فتتمثل في فائض نشاط الحكومة الجاري وهو الفرق بين الإيرادات الجارية والمصروفات الجارية ، ويسهم هذا القطاع بنصيب ضئيل في الادخار القومي ؛ بل وغالبًا ما يكون ادخار هذا القطاع سالبًا بسبب قصور معدل الزيادة في الإيرادات الجارية عن ملاحقة معدل الزيادة في النفقات الجارية .

ويلاحظ بصفة عامة انخفاض مستوى الادخار في البلاد المتخلفة قياسًا على الاحتياجات ، ويرجع ذلك غالبًا إلى انخفاض مستوى الدخل ، ولا تواجه البلاد المتخلفة مشكلة انخفاض مستوى الادخار فحسب ؛ وإنما تواجهها أيضًا مشكلة سوء توجيه المدخرات ؛ حيث يستثمر جانب منها فيما يسمى بالاستثمارات السلبية والتي تتمثل في اكتناز الذهب ، وتشييد المباني الفاخرة وشراء الأراضي وما إلى ذلك ؛ ولذلك فإن رفع معدلات تكوين رؤوس الأموال ، وتوجيه الاستثمار إلى المجالات التي تحقق أكبر زيادة ممكنة من الطاقة الإنتاجية للاقتصاد القومي يمثلان مشكلتين رئيسيتين من مشاكل الدولة المتخلفة الساعية إلى النمو ، وهما في ذات الوقت جوهر السياسة الإنمائية في أي مجتمع (١) .

---

(١) د. كامل فهمي بشاي ، دور الجهاز المصرفي في التوازن المالي .

وفي رأينا أن إحدى المشاكل التي تؤدي إلى تسرب جزء كبير من الدخل والذي كان من الممكن أن يضاف إلى رصيد التراكمات الرأسمالية هو عدم تخير المؤسسات المالية القائمة في معظم البلدان النامية لأدوات الاستثمار المناسبة والتي تتفق ومعتقدات شعوبها ؛ بل إنها على النقيض من ذلك راحت تفرض على المستثمرين المحتملين من أدوات الاستثمار ما تمجه طبائعهم وتأباه معتقداتهم .

**التمويل التضخمي وسياسة النقود الرخيصة :**

يعتبر التمويل عن طريق التضخم من المسائل التي احتدم الخلاف بشأنها ، وثار الكثير من الجدل العلمي حولها كسياسة ملائمة لتكوين رأس المال بسبب ما يترتب على انتهاج هذه السياسة من إعادة توزيع الدخل القومي لصالح الفئات الاجتماعية القادرة ذات الميول الادخارية العالية على حساب الفئات الكادحة ذات الدخول المنخفضة والمحدودة .

وقد ذهب أنصار التمويل التضخمي إلى ضرورة لجوء الحكومات في البلاد النامية إلى زيادة الائتمان المصرفي والتوسع في إصدار أوراق البنكنوت فيما يطلق عليه بعض الاقتصاديين « سياسة النقد الرخيص » وسند هذا الفريق في ذلك هو ضعف المدخرات وضآلة معدل التكوينات الرأسمالية في البلاد النامية وصعوبة حل هذه المشكلة بالأساليب التقليدية (١) .

وينصرف المقصود بسياسة النقود الرخيصة إلى تلك السياسة النقدية التي يتمخض عنها زيادة محسوسة في المعروض النقدي دون مراعاة لتناسب هذه الزيادة مع نمو الناتج المحلي ، ودون مراعاة السلطات النقدية لمتطلبات الاستقرار النقدي ، أي المحافظة على مستوى معقول من الأسعار ، ومن المعروف أن صندوق النقد الدولي يعتمد في أساليبه للتعرف على الاتجاهات التضخمية أو الانكماشية على معامل الاستقرار النقدي ( Coefficient Of Money Stability ) بربط المتغيرات في حجم وسائل الدفع (m 3) بالتغيرات في الناتج القومي الإجمالي .

وقد أثبتت التجارب أن سياسة النقود الرخيصة لم تنجح في تحقيق تراكم رأس المال ؛ بل تمخض عنها زيادة محسوسة في الاستهلاك بسبب زيادة الميول الاستهلاكية المظهرية

---

( ١ ) د. رمزي زكي ، مشكلة التضخم في مصر ( ص ٢٥٩ ، ٥١٧ ، ٥١٨ ) .
وأيضًا د. مصطفى السعيد ، محاضرات في مبادئ الاقتصاد ، دار النهضة المصرية .

والترفيهية من جانب أصحاب عوائد حقوق التملك .

ويرى أنصار التمويل التضخمي أنه يمكن تلافي الآثار المترتبة على إعادة توزيع الدخل في صالح الطبقات القادرة طالما أن الزيادة في النقود سيقابلها زيادة في الإنتاج بنفس النسبة تقريبًا .

كما يرى معارضو التمويل التضخمي أن استمرار التضخم أمدًا طويلًا من شأنه أن يباشر أثرًا سلبيًا على المدخرات الاختيارية ؛ لأنه يقلل من حجم الفائض الذي يدخره القطاع العائلي ، وربما يضطر أفراد هذا القطاع - مع موجة الغلاء والارتفاع المتواصل للأسعار - إلى استخدام مدخراتهم السابقة في مواجهة أعباء المعيشة .

ويرى البعض أن التمويل التضخمي يترتب عليه الاستيلاء على جزء من دخول الأفراد بطرق غير مشروعة .

**ثانيًا : مصادر التمويل الخارجي :**

إذا لم تكن المدخرات الوطنية كافية لتمويل التنمية الاقتصادية فغالبًا ما تلجأ حكومات الدول النامية إلى التمويل الخارجي لسد الثغرة بين الادخار والاستثمار ، وذلك عن طريق القروض الخارجية والمساعدات التي تقدمها بعض المؤسسات الدولية ، إلا أنه قد بات لكل ذي بصر وبصيرة أن هذا التمويل يجري استخدامه من جانب الدول المتقدمة اقتصاديًا كأداة لفرض وصايتها على الدول النامية وربطها معها برباط التبعية وأغلب هذه القروض ذو طابع خدمي واستهلاكي ، ناهيك عما يقترن بهذه القروض من فرض القيود وإملاء الشروط والحصول على امتيازات ومكاسب سياسية وعسكرية ، ومن خلال هذه القروض يتم تحويل الكثير من بلدان العالم الثالث إلى اقتصاديات ديون ، أي اقتصاديات فاقدة لحركتها الذاتية وتحتاج دائمًا لمزيد من القروض لا لأغراض التنمية ولكن بغرض خدمة واستهلاك الديون السابقة .

بل من الثابت أن عددًا كبيرًا من الدول النامية التي اعتمدت على الموارد الخارجية ، قد وصلت إلى مرحلة العجز عن سداد القروض وفوائدها ، بينما لم تتمكن من تخطي حاجز التخلف ، ولذلك لم يكن مستغربًا أن يحذر البنك الدولي من أن تراكم الديون الخارجية على الوحدات المتخلفة أصبح يشكل عبئًا متزايدًا لدرجة أن تكاليف خدمة هذه الديون وصل إلى حد يهدد قدرة هذه الوحدات على تنمية اقتصادياتها [1] .

(١) أ.د. عبد الحميد الغزالي ، مقدمة في الاقتصاديات الكلية ، مرجع سابق .

إن مسألة ضخ القروض من الوحدات ذات الفائض التي أتخمتها التراكمات الرأسمالية إلى دول العالم الثالث ( ذات العجز ) إنما تستهدف إعادة تدوير الفوائض البترودولارية ، وما يصاحب ذلك غالبًا من تنشيط كافة صادرات الدول الرأسمالية من مواد غذائية وأسلحة وتكنولوجيا وسيارات وأجهزة ترفيهية ومشروعات وخبراء ، ويترتب على ذلك ارتداد هذه القروض وفوائدها إلى هذه الدول ؛ حيث يتم إعادة تصديرها مرة أخرى عن طريق المزيد من القروض والمزيد من الشروط [١] .

لذلك فإن التمويل الخارجي يجب النظر إليه دائمًا كعنصر ثانوي أي كعنصر مكمل للموارد المحلية وليس بديلًا عنها ؛ بل ويجب أن تتناقص أهمية التمويل الخارجي لهذه الدول بحيث يتسنى لها في نهاية مرحلة معينة أن تستغني عنه كلية [٢] .

وحسبنا أن نسوق هنا ما ذكره أحد كتاب الغرب المعتدلين في هذا الصدد :

( Foreign assistance, if not in the form of grants, means some burden in the future the extent which foreign loans can be serviced repaid will ultimately depend on what can be saved at home in the future ) .

فالكاتب المذكور وهو من مشاهير الاقتصاديين الغربيين يصدقنا القول حينما يقرُّ أن المساعدات الأجنبية ما لم تكن في شكل منح أو هبات ، إنما تمثل عبئًا في المستقبل وأن المدى الذي يمكن أن يعتمد عليه في خدمة هذه القروض إنما يتوقف على حجم المدخرات المحلية .

ثم يستطرد الكاتب في مزيد من الصراحة إلى القول بأن المدخرات المحلية هي المصدر الذي ينبغي الاعتماد عليه بصفة أساسية لكسر حلقة الفقر المعيبة وإزالة أسباب التخلف :

( Domestic savings are therefore the more reliable source of development to break the vicious circle of poverty and under - development ) [٣] .

أما عن الحجة التي كثيرًا ما تساق في شأن عدم إمكانية زيادة معدل الادخار المحلي في ظل أوضاع التخلف الاقتصادي فإنها لم تعد مقبولة في الفكر التنموي الحديث ؛

---

(١) د. مخلف أحمد عبد الغني ، مقال بالأهرام الاقتصادي حول أزمة الاقتصاد السري ، العدد ( ٦٥٤ ) لسنة ( ١٩٨٧م ) .

(٢) د. رمزي زكي ، مشكلة التضخم في مصر ، ( ص ٧٢٢ - ٧٣٦ ) .

(٣) Geral N. Meier, Leading issues in Economic Develoment, P. 219.

ذلك أن هناك شبه إجماع بين المشتغلين بشؤون التخلف والتنمية في دول العالم الثالث على أن مشكلة التمويل لا تتمثل في نقص المدخرات المحلية وإنما في الأسباب التي تربض وراء هذا النقص (١) .

ونخلص مما تقدم أن تعبئة المدخرات القومية وتوجيهها إلى مختلف أوجه الاستثمار في إطار الأولويات الموضوعة في لحظة تعد من المتطلبات الأساسية للتنمية الاقتصادية وأحد التحديات التي يتعين على هذه الدول أن تواجهها وتتغلب عليها .

**موقع السوق المالية من النشاط الاقتصادي :**

يدور النشاط الاقتصادي لأي مجتمع في دائرتين إحداهما مادية وتتعلق بالتدفقات العينية والخدمية في شكل انتقال وتداول للسلع والخدمات ومستلزمات الإنتاج ، والأخرى مالية وتتعلق بحركة انتقال وتداول الأصول المالية ، وقد ترتب على ذلك انقسام المعاملات التي تصدر عن أية وحدة اقتصادية إلى معاملات خاصة بالسلع والخدمات ، وهي التي تقترن بالإنتاج والاستهلاك والاستثمار ، وعمليات أخرى داخلية وتحويلية يترتب عليها دخل لأصحاب عناصر الإنتاج نتيجة الاشتراك في العملية الإنتاجية ، وعمليات مالية يترتب عليها نقل الموارد المالية من قطاع لآخر ؛ ولذلك تتعامل هذه الوحدات في نوعين من الأسواق :

١ - السوق الحقيقية ( Real Market ) وتشمل سوق السلع الاستهلاكية والاستثمارية وخدمات عناصر الإنتاج .

٢ - السوق المالية ( Financial market ) .

وتظهر سوق المال نتيجة لتحقيق بعض الوحدات الاقتصادية في مجتمع معين لبعض الفوائض المالية ، والتي قد لا تحتاج إليها في زمن معين ، وقد ترغب في استثمار هذا الفائض بدلًا من الاحتفاظ به في شكل سيولة فائضة تمثل رأس مال عاطل في حين قد توجد على الجانب الآخر وحدات اقتصادية أخرى تعاني من عجز في الموارد المالية وتسعى في طلب هذه الفوائض لمواصلة نشاطها الاقتصادي خلال فترة زمنية معينة ، ولذلك تلجأ هذه الوحدات ذات العجز والتي تمثل جانب الطلب إلى المجموعة الأولى ذات الفائض التي تمثل جانب العرض ، ويترتب على ذلك انتقال الموارد المالية من قطاع لآخر من خلال السوق المالية (٢) .

---

(١) د. رمزي زكي ، مشكلة التضخم في مصر ، مرجع سابق .

(٢) د. منى عيسى العيوطي ، رسالة دكتوراه عن التدفقات المالية ودور قطاع الوسطاء الماليين في الاقتصاد=

وقد قدمنا في مبحث سابق أن السوق المالية بمعناها الواسع ( Financial market ) تمثل مجموعة القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال من الأفراد والهيئات والمؤسسات وكافة قطاعات المجتمع إلى مثيلاتها في شكل تيار نقدي أو مالي مستمر أو غير منقطع ، وأنها بذلك تؤدي دورًا بالغ الأهمية في استقطاب المدخرات وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات ذات العجز المالي ، وهي بذلك تمارس تأثيرًا محسوسًا على مصار الادخار في مرحلة التجميع وعلى توزيعه في مرحلة التوظيف .

ويعلق بعض الاقتصاديين أهمية كبرى على دور الوساطة التي تقوم بها السوق المالية أخذًا في الاعتبار أن الذي يقوم بالاستثمار في الاقتصاديات الحديثة مجموعة من الأفراد والمؤسسات هم المنتجون ، بينما يقوم بمعظم الادخار مجموعة أخرى هم غالبًا المستهلكون ، ويرى هذا الفريق من الكتاب أن ذلك مدعاة للتمييز بين الاستثمار الحقيقي ( Real Investment ) والاستثمار المالي ( Financial lvestment ) وكذلك بين الاستثمار والادخار المخطط والمحقق [١] ( Exante and Expost investment and saving ) .

ويمكن أن نخلص من ذلك إلى ما خلص إليه بعض الاقتصاديين ، وهو أن رفع معدلات تكوين رؤوس الأموال وتوجيه الاستثمارات إلى المجالات التي تحقق أكبر زيادة ممكنة من الطاقة الإنتاجية للاقتصاد القومي يمثلان جوهر السياسة الإنمائية في أي مجتمع [٢] .

وإذا كنا قد عرضنا في عجالة لأهمية الدور الذي تقوم به السوق المالية بمعناها الواسع ؛ فقد آن لنا أن ننتقل من التعميم إلى التخصيص فننحي جانبًا الدور الذي تقوم به المؤسسات المالية المتخصصة في المعاملات قصيرة الأجل أو ما يسمى بسوق النقد ( Money market ) وكذلك المؤسسات المالية المتخصصة في القروض طويلة الأجل ، والتي تمثل أحد شقي سوق رأس المال لتناول الشق الآخر من هذا السوق وهو سوق الأوراق المالية موضوع هذا المطلب .

---

= المصري ، وأيضًا د. كامل فهمي بشاي ، دور الجهاز المصري في التوازن المالي ( ص ٥ ) .

(١) Charles N. Henning, William Pigott and Robert Henry Scott, The Economy of Financial Market in Modern Economy Investment.

(٢) كامل فهمي بشاي ، دور الجهاز المصرفي في التوازن المالي .

**المقصود بتمويل سوق الأوراق المالية للتنمية :**

إذا كنا نتحدث عن دور سوق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية فإنه يتعين علينا أن نحدد منذ البداية أن المقصود بتمويل التنمية في هذا الصدد إنما ينصرف إلى تمويل الجهاز الإنتاجي الذي يقوم بتشغيل الموارد البشرية والطبيعية والمالية ، والذي يتمثل بصفة أساسية في شركات المساهمة التي يجري التعامل على أسهمها في أسواق الأوراق المالية .

وغني عن البيان أن ثمة ارتباط وثيق لا ينفك ولا ينفصل ولا ينفصم بين أسواق الأوراق المالية وشركات المساهمة ، والتي أضحت أبرز علامات التقدم الاقتصادي في عالمنا المعاصر بما توفر لها من إمكانات قد تعجز عنها بعض الحكومات ؛ حتى إنه ليشق على الباحث المدقق تصور وجود إحداهما في غيبة الأخرى .

وإذا كان من الثابت أن شركات المساهمة كانت وليد الثورة الصناعية وأنها وسيلة التنمية الاقتصادية ونتاجها ، فإن أحدًا لا يماري أن أسواق الأوراق المالية على الجانب الآخر قد ارتبط وجودها بوجود شركات المساهمة ؛ بل هي وبحق لازمة من لوازم بقائها واستمرار مسيرتها وتدعيم اقتصادياتها .

**نشأة شركات المساهمة :**

من المعلوم تاريخيًا أن فكرة الشركة عمومًا قد تبلورت بشكل واضح في القرون الوسطى ، ولعل من بين الأسباب الرئيسية لهذا التطور هو موقف الكنيسة ثم الشريعة الإسلامية من القرض بفائدة والنظر إليه باعتباره نوعًا من الربا ، ولقد حرمت الكنيسة هذا القرض في بداية القرن الثاني عشر [١] .

واستخلص بعض الكتاب من ذلك أن تحريم القرض بفائدة قد دفع البعض إلى الالتجاء إلى سبل « احتيالية » للتخلص من الحظر الذي فرضته الكنيسة ، وأنهم قد وجدوا في التجارة البحرية مرتعًا لاستثمار أموالهم ؛ فكان المقرض يقدم المال إلى ربان السفينة مقابل وعد بالحصول على جزء من الأرباح ، ولم تمانع الكنيسة في هذا القرض الذي عرف بالقرض البحري .

---

( ١ ) د. أبو زيد رضوان ، شركات المساهمة وفقًا لأحكام القانون ( ١٥٩ ) ، دار الفكر العربي .

وإذا كان هناك بعض الكتاب الذين تناولوا - نقلًا عن غيرهم - هذه المعلومات باعتبارها من أساليب التحايل للخروج من الحظر الذي فرضته الكنيسة [١] ، فإن هناك من الكتاب الاقتصاديين من تناول هذه المسألة بشيء من الإنصاف بما ذكره في مؤلفه أن بعض الكتاب يرون أن أهم وسيلة للتحايل على الربا قد اتخذت صورة الشركة ، وأن المرابي - من وجهة نظرهم - كان يسلم شخصًا آخر مبلغًا من النقود هو في الحقيقة قرض ليستغله في التجارة ، سواء في عملية واحدة أو عمليات متعددة ، فإذا ما انتهت هذه العمليات التجارية استرد المقرض المبلغ السابق تسليمه ، وكذلك ثلاثة أرباع الربح تاركًا الربع فقط لمن قام بالعمل .

وبهذا - والرأي ما زال لهؤلاء الكتاب - تمكن المرابون من توظيف أموالهم في الربا والحصول على ثلاثة أرباع الربح دون القيام بأي مجهود ، ويضيفون : أنه قد أفلتت هذه الصورة من قاعدة تحريم الربا وذلك بحجة أن المقرض يتعرض لخطر ضياع أمواله ، وأنه قد تطورت هذه الشركة الربوية حتى أصبحت شركة التوصية الحالية ، وقد عقَّب الكاتب الأخير بعدم موافقته على ما انتهى إليه الرأي السابق بقوله : « لكننا نرى أنه من الصعب اعتبار هذه الصورة قرضًا بفائدة أوروبا بالمعنى الفني للكلمة ، وذلك لعدم التزام المقترض بتسليم المبلغ في حالة الخسارة » [٢] .

ونحن نتفق مع ما انتهى إليه هذا الرأي من حيث درء شبهة الربا عن هذه العمليات وأنها تتفق وعقود المضاربة الإسلامية حال عدم مخالفة باقي الشروط لأحكامها .

وقد استفاد المستشرقون والمقننون من التراث الإسلامي ، ويعترف بذلك المنصفون منهم ، فيقول المستشرق « دي سنتلانا » في مقال له ورد في تراث الإسلام : إن النهضة التي شهدتها أوروبا طوال القرن التاسع عشر في التشريع يرجع الفضل فيها لقانون العرب ، ويقصد بقانون العرب ( القرآن الكريم والسنة المطهرة ) وجملة علوم المسلمين ، ثم يضرب بعض الأمثال وأهمها « الشركات » وهو يرجعها إلى عقد القراض فيكتب الكلمة بالحروف اللاتينية هكذا ( Quirad ) [٣] .

---

(١) د. صالح بن زابن المرزوقي ، شركة المساهمة في النظام السعودي ، دراسة مقارنة بالفقه الإسلامي ، وقد نقل الكاتب هنا عن غيره دون أن يلتفت إلى ما وراء القصد .

(٢) د. أحمد الجامع ، الرأسمالية الناشئة ( ص ٥٢ ، ٥٣ ) ، طبعة دار المعارف .

(٣) د. صالح المرزوقي ، مرجع سابق .

وكما عرف العرب الشركة قبل الإسلام وبعده عرفتها معظم الأمم كالفراعنة والبابليين وتعرض لها قانون حمورابي قبل ألفي عام من ولادة المسيح ﷺ(١) .

وفي نهاية النصف الثاني من القرن السادس عشر وبداية القرن السابع عشر بدأ بزوغ نوع جديد من الشركات هي شركات الأموال ، والتي تقوم من ناحية على تجميع رؤوس أموال ضخمة لاستغلالها في مشاريع عجزت أمامها الأفراد وشركات الأشخاص بإمكاناتها المحدودة .

ولقد كانت حركة الاستكشافات الجغرافية في القرن الخامس عشر هي المحرك الأساسي لظهور تلك الشركات نظرًا لما حققته البعثات البحرية الأولى من أرباح طائلة ومع اندفاع المستثمرين نحو تلك الشركات ظهر ما يسمى بـ « حمّى الشركات المساهمة » وإلى وقوع كثير من المضاربات العنيفة وظهور شركات وهمية ؛ الأمر الذي أدى إلى افتقاد هذه الشركات لثقة أصحاب الأموال والهجوم عليها أيضًا من قبل بعض الذين ينادون بحرية التجارة في القرن الثامن عشر من أمثال آدم سميث .

ومع ارتباط أسماء هذه الشركات في ذلك الحين - أو أغلبها - بأسماء الحكومات المستعمرة ، مع قيامها بممارسة الإشراف التام على كثير من مرافق المستعمرات والمتاجرة بخيراتها صدر في إنجلترا ما يسمى بقانون الفقاقيع الذي حرم طرح أسهم لهذه الشركات بغير إذن البرلمان البريطاني أو بمرسوم ملكي ، إلا أنه بعد ظهور المخترعات التي أثرت في تقدم البشرية ، ووسائل حياتها وقلبت الصناعة ، وغيرت كثيرًا من معالم التجارة وتطلب التوسع في التجارة والصناعة والعمران استثمار أموال كثيرة ، اقتضى ذلك التوسع في شركات الأموال وانتشارها وإصدار القوانين المختلفة لتنظيمها (٢) .

**شركات المساهمة والتطور الاقتصادي :**

خلصنا مما تقدم إلى أن شركات المساهمة تعد من أهم التنظيمات الاقتصادية التي فرضها التطور الاقتصادي ، وهذه الشركات تمثل كيانات اقتصادية يتعاظم دورها بتعاظم النشاط الاقتصادي للمجتمع ودرجة نموه وتقدمه ؛ ولأن هذه الشركات لا تقوم على الاعتبار الشخصي للشريك فإن لها وجود مستقل عن الشركاء ، فلا تنتهي بخروج الشريك أو وفاته أو إفلاسه ؛ الأمر الذي يضمن لهذه الشركات الاستمرارية ويضاعف

(١) د. صالح المرزوقي ، مرجع سابق .

(٢) المرجع السابق .

الاعتماد على الذات ، والتقليل من الاعتماد على الخارج والولوج في معترك التنمية .

إن الاعتماد على الذات هو الإطار العام لتحقيق النمط الجديد للتنمية ، والذي يمكن من خلاله تخلص الدول التابعة من وصاية الدول المتبوعة ، والتفلت من قبضة النظام الكولونالي العالمي ، ولا يتحقق ذلك الأمر إلا من خلال التوسع في إنشاء المشروعات الإنتاجية ودعم قدرة الجهاز الإنتاجي بما يمكنه من زيادة الصادرات والحد من الاستيراد وموازنة ميزان المدفوعات والحفاظ بالتالي على قيمة العملة الوطنية من الانهيار .

وتقتضي سياسة الاعتماد على الذات تعبئة كافة الموارد المالية المتاحة والممكنة بأعلى درجة من الكفاية واستخدامها على نحو رشيد ، ولعل أفضل السبل وصولًا لهذه الغاية هو تحفيز الأفراد والمؤسسات والهيئات على المشاركة في تنفيذ خطط التنمية الاقتصادية من خلال المساهمة في المشروعات التي يتقرر إنشاؤها ، أو من خلال دعم القدرة الإنتاجية للمشروعات القائمة والتي ترغب في التوسع والتطوير ، من خلال زيادة رؤوس أموالها .

على أنه يمكننا أن نلخص أهم المزايا التي تتمتع بها هذه التنظيمات الاقتصادية « شركات المساهمة » فيما يلي [١] :

١ – تعتبر هذه الشركات وعاءً مهمًّا تصبُّ فيه مدخرات الأفراد والمؤسسات ؛ حيث يجرى توظيفها بعد تعبئتها في استثمار مباشر .

٢ – تتمتع هذه الشركات بمقدرة مالية عالية تتمثل في ضخامة رؤوس أموالها ؛ إذ يسمح نظامها القانوني لآلاف الأفراد والمؤسسات بالمساهمة فيها مما يمكنها من ممارسة أنشطتها بأسلوب مميز يترتب عليها مزايا أخرى نذكر منها :

أ – التمتع بمزايا الإنتاج الكبير وتحقيق الوفورات الداخلية ( internal economics ) ؛ فمن المعروف أنه بوسع المنشآت الكبيرة دون غيرها استخدام أساليب التكنولوجيا الحديثة ، وتزداد كفاءة المعدات الرأسمالية بزيادة أحجامها ويعبر اقتصاديًّا عن هذه الخاصية للآلات بأنها غير قابلة للتجزئة ( Indivisible ) [٢] .

ب – قدرة هذه المنشآت على تخصيص جزء من استثماراتها للقيام بالبحوث والدراسات التي تساهم في تطوير الإنتاج ، وإنتاج سلع جديدة تغزو بها الأسواق المحلية ،

---

( ١ ) أمين بهبهاني ، مجلة البورصات ، الكويت ، فبراير ( ٨٦ ) ، بشيء من التصرف .

( ٢ ) د . صلاح أبو إسماعيل ، أصول الاقتصاد ، دار النهضة ( ١٩٧٦م ) ، ( ص ١٤١ ، ١٤٢ ) .

بالتالي أهميتها .

لقد تغيرت صورة المحل التجاري والشركة التجارية والصناعية القديمة ؛ ففي المراحل الزمنية السابقة كانت الوحدات الإنتاجية والتجارية صغيرة وفردية ، ولذلك لم تكن في حاجة إلى قدرات مالية وتنظيمية ، حتى إن أحد الاقتصاديين والذي اشتهر قانون الأسواق باسمه ، وهو جون باتيست ساي ، يصف ذلك الخلط بين الغايات والأهداف في تلك الشركات بقوله : « إن الغايات الخاصة بالمشرف على المحل التجاري تهيمن على أهداف الشركة » (١) .

لقد تطورت هذه الشركات تطورًا مذهلًا منذ بداية القرن السادس عشر فتضخمت رؤوس أموالها وتعددت أنشطتها وتجاوز بعضها حدود أوطانها حتى غدت السوق العالمية وكأنها شبكة للشركات العملاقة التي يتجاوز حجمها وحجم أنشطتها حجم بعض البلدان مجتمعة .

وإذا ما كانت التنمية الاقتصادية في بلد ما تتوقف على قدرة جهازها الإنتاجي على تشغيل كافة الموارد التي يمتلكها المجتمع ، فإن شركات المساهمة تقوم في زماننا المعاصر بهذا الدور ، وبصورة جلية واضحة في المجتمعات الرأسمالية ، ولكن ليس بقصد إحداث التنمية ، ولكن بهدف زيادة معدل النمو الاقتصادي .

ويختلف الأمر في الدول النامية ؛ فدور شركات المساهمة في هذه البلاد إنما تحسمه هويتها الاقتصادية ، فمن هذه الدول من ينتمي إلى النظام الرأسمالي الذي نشأت في حضانته هذه الشركات وتعاظم فيه دورها ، ومن هذه الدول من ينتمي إلى النظام الاشتراكي والذي لا يسمح أصلًا بوجود هذه الشركات لقيام هذا النظام على تملك المجتمع لكل أدوات الإنتاج ، وبعض الدول تنتهج نظامًا يعد خليطًا بين النظامين ، وهنا يتوقف الدور الذي تقوم به شركات المساهمة على القدر الذي يسمح به للقطاع الخاص بالمشاركة مع القطاع العام في خطط التنمية الاقتصادية .

وبوسعنا أن نقرر أن الدول النامية أحوج إلى التوسع في هذه الشركات من غيرها من الدول التي قطعت شوطًا بعيدًا في طريق التقدم ؛ فمن خلال هذه الشركات يمكن

---

(١) بحث للدكتور جمال الدين الشيشتي ، صندوق النقد العربي عن دور الأسواق المالية في تمويل التنمية ( ص ٤٢ ، ٤٣ ) .

وتفتح بها أسواقًا جديدة خارجية .

ج - قدرة هذه المنشآت على تحمل مخاطر الاستثمار ، ذلك أن القدرة المالية والتنظيمية لهذه الشركات ، واستقلال شخصيتها القانونية عن شخصية أصحاب المشروع يمكنها من الدخول في المشروعات الاستثمارية الضخمة ، والتي تكون فيها درجة المخاطر عالية ، ولا تقدر على تحملها المنشآت الفردية والصغيرة ، إلا أن مردود هذه المشروعات أيضًا يتناسب مع حجم المخاطر ، ومع هذا فإن المنشآت الكبيرة قادرة على تخفيض حدة المخاطر ، وذلك عن طريق تنويع إنتاجها ، وتعدد أسواقها ، وتنويع مصادر خاماتها ، وهو الأمر الذي لا تتمكن المنشآت الصغيرة من تحقيقه ، وتعتبر هذه المزية أيضًا أحد وفورات الإنتاج الكبير الذي يتوقف هنا على حجم المنشآت .

ويمكننا القول بأن التقدم في فنون الإنتاج في المجتمعات الرأسمالية مدين في جانب منه لهذا النوع من الشركات التي قامت باستغلال قدراتها التنظيمية والمالية في الإنتاج والإبداع .

## دور الأسواق الأولية في تمويل التنمية :

قدمنا في مبحث سابق ، ونحن بصدد الحديث عن الأهمية المالية والاقتصادية للسوق الأولية ، أنها تعتبر ركيزة مهمة من ركائز النشاط الاقتصادي ، وأنه ليس من المتصور في ظل النظم الاقتصادية المعاصرة ، إحداث التنمية في غيبتها وذلك للأسباب الآتية :

١ - تعد السوق الأولية أحد الآليات المهمة في تجميع المدخرات الوطنية ، وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات ذات العجز في الموارد المالية .

٢ - تمارس السوق الأولية من خلال قيامها بهذا الدور تأثيرًا محسوسًا على مصادر الادخار في مرحلة التجميع ، وعلى توزيعه في مرحلة التوظيف .

٣ - تعد السوق الأولية مصدرًا رئيسيًا لضمان تدفق الأموال وبغير انقطاع إلى الوحدات الإنتاجية .

٤ - إن من أهم المشاكل التي تواجه معظم الدول النامية ، ليس مسألة تجميع المدخرات فحسب ؛ وإنما تواجهها أيضًا مشكلة سوء توجيه المدخرات ؛ حيث يستثمر

جزء منها فيما يعرف بالاستثمارات السلبية ، والتي تتمثل في شراء الأراضي وتشييد المباني وشراء الذهب وما إلى ذلك ، في حين أن السوق الأولية تضمن من جانبها توجيه المدخرات في مسارها الصحيح إلى المشروعات التي في مرحلة التكوين أو تلك القائمة والراغبة في التوسع والتطوير .

٥ - إن شركات المساهمة ما كان لها أن تقوم ولا أن يظهر لها ثمة وجود في غيبة السوق الأولية التي مؤلتها ، وما قامت هذه الأسواق إلا حينما عجز الأفراد - بإمكاناتها المحدودة والشركات الفردية والصغيرة بمواردها المتاحة - عن تمويل المشروعات العملاقة ، خاصة بعد حركة الاستكشافات الجغرافية في القرن الخامس عشر ، والتي كانت تعد المحرك الأساسي لظهور تلك الشركات .

٦ - إن الشركات القائمة والتي ترغب في زيادة مواردها المالية بغرض التوسع والتطوير أو لمواجهة عمليات الإحلال والتجديد أو لرأب الصدع في هياكلها التمويلية ، ليس أمامها من سبيل سوى اللجوء إلى أحد مصدرين :

الأول : هو سوق النقد ، والثاني : هو سوق رأس المال « وتحديدًا » السوق الأولية .

**أولاً : سوق النقد** ( Money Market ) :

ويطلق عليه البعض سوق المعاملات قصيرة الأجل ؛ حيث تقوم وحدات الجهاز المصرفي - بحكم تخصصها في إقراض واقتراض النقود أو التجارة في الديون - بتمويل المنشآت بما تحتاجه من قروض ، وعلاقتها بالعميل في هذه الحالة هي علاقة الدائن بالمدين ، وتتحمل المنشآت المقترضة بثمن الاقتراض المتمثل في الفائدة المحدد سعرها سلفًا حتى لو أسفر نشاطها عن عجز أو « خسارة » [1] .

---

(١) البنوك التجارية مثلها كمثل المشروعات الاقتصادية الأخرى إلا أنها تختلف عنها في أن نشاطها الإنتاجي يتمثل في التعامل في الديون أو الائتمان ، وأنها تحاول تحقيق أقصى ربح ممكن من خلال خلق نوعين من التعامل هما : الاتجار في الديون أو الائتمان ، والثاني هو خلق أو صناعة الديون أو الائتمان .

أ.د عبد الحميد الغزالي ، مقدمة في الاقتصاديات الكلية ، النقود والبنوك ، ( ص ١٨٩ ) ، وأيضًا :

Banks are essentially intermediary financing institutions, which do not own the larger part of the funds they employ, but owe them in turn to others. The relationship of the bank to customer is that of debtor and creditor. The bank in effect borrows the money that is deposited with it by clients and lends it to other clients. (Hutchinson's New 20th Century Encyclopedia).

وقد ثبت لدى المنصفين والباحثين - على وجه القطع واليقين - من خلال الممارسات الفعلية للمنشآت الصناعية وغير الصناعية والتي تعاني من نقص في السيولة الفعلية وضعف تدفقاتها النقدية ، أن هذه المنشآت قد قطعت شوطًا بعيدًا في طلب القروض ، والسحب على المكشوف ، فعجزت عن سداد أصل الديون ، وفوائد القروض فأضافت إلى أعبائها أعباءً ثقالًا ، ناءت بحملها بعد أن التهمت الفوائد الربوية عوائد إنتاجها ، فاختلت هياكلها التمويلية وتعرضت لما يعرف عند علماء التمويل والاستثمار بالإعسار الفني ( Technical Insolvency ) أو الإعسار المالي ( Financial Insolvency ) وذهب بعضها إلى حد إشهار إفلاسها ( Bankruptcy ) .

**ثانيا : السوق الأولية :**

تلجأ المنشآت « تحت التأسيس » إلى السوق الأولية لأول مرة عند إصدار أسهم رأس المال وطرحها للاكتتاب العام ؛ بينما تلجأ المنشآت القائمة إلى هذه السوق إذا ما رغبت في زيادة رؤوس أموالها ، وذلك بعد تقديرها لكافة احتياجاتها من الموارد المالية ، وسواء كان ذلك لمواجهة أية برامج توسعية ، أو عمليات إحلال وتجديد تضمن بها المنشأة استمرارية التشغيل أو استجابة منها لدواعي التطوير ، وقد يدفع المنشأة إلى اللجوء إلى السوق الأولية عدم كفاية رأس مالها العامل لتمويل نشاطها الجاري .

كما أن أحد الأسباب التي تدفع بعض المنشآت إلى زيادة رأس المال هو رغبتها في التخلص من أعباء الديون ، والتي قد تنوء بحملها وتعجز عن سداد أقساطها أو حتى الوفاء بأعبائها .

ليس هذا فحسب ؛ بل هناك سبب آخر يدعو المنشآت القائمة إلى اللجوء إلى السوق الأولية ، إذ قد تخفق بعض المنشآت في تحقيق الأرباح التي يتوقعها المساهمون ، وقد لا تتمكن لهذا السبب من إجراء توزيعات نقدية في حدود توزيعات السنوات السابقة ، لذلك قد لا تجد هذه المنشآت محيصًا من توزيع أسهم مجانية بجانب التوزيعات النقدية أو بدونها ، إرضاءً للمساهمين ، وعملًا على استقرار أسعار أسهم الشركة في بورصة الأوراق المالية ؛ الأمر الذي يتوقف عليه دعم موقف الشركة في مواجهة المساهمين من جهة ، والمتعاملين مع الشركة من جهة أخرى .

ومن المعروف أن توزيع أسهم مجانية على المساهمين تقتضي زيادة رأس مال الشركة ،

وتستخدم الشركة في هذه الحالة الأرباح المتجمدة والمحتجزة من سنوات سابقة في شكل احتياطيات ، والتي لم يتم توزيعها على المساهمين بإدماجها في رأس المال .

ومجمل القول أن بوسع الشركات أن تلجأ إلى أحد الوسائل أو الطرائق الآتية لزيادة رأس المال :

١ - زيادة رأس المال بمقتضى حصص جديدة نقدية أو عينية .

٢ - تحويل جزء من الاحتياطيات إلى رأس المال .

٣ - تحويل السندات إلى أسهم .

كذلك تلجأ بعض المنشآت إلى إصدار أسهم ممتازة رغم ما يثيره هذا النوع من الأسهم من اعتراضات على أساس أنه يخلق نوعًا من الطائفية بين المساهمين ، ويشجع على وجود الطبقية داخل شركات المساهمة التي تتميز من حيث الحقوق بالمساواة بين جميع المساهمين ، وهذه الأسهم تعد خليطًا أو هجينًا ( Hybrid ) من الأسهم والسندات من حيث إنها تقرر لأصحابها حقوقًا لا تخولها لهم الأسهم العادية ، وأنها تعدُّ استثمارًا مضمونًا وبصفة خاصة في حالة انقضاء الشركة ، وأنها تمنح أصحابها حق الأولوية في الأرباح أو أموال الشركة عند تصفيتها ؛ فضلًا عن تقرير نسبة معينة من الأرباح لحملة هذه الأسهم قبل التوزيع ، أو تقرير فائدة ثابتة لهم يتم اقتطاعها من الأرباح التي حققتها الشركة قبل القيام بالتوزيع .

كما أن هذه المنشآت قد تقوم بإصدار سندات ؛ بل وكذلك تفعل الحكومات لتوظيفها في أغراض استثمارية ، أو لتسد بها العجز في الموارد المالية أو لتستخدمها في سداد أحد قروض السندات التي اقترب موعد استهلاكها .

ولما كانت السندات التي تصدرها الشركات ليست نوعًا واحدًا وإن كانت جميعًا تدخل تحت مسمى القرض ، فقد استتبع ذلك تعدد التقسيمات التي تناولها فقهاء القانون وشراحه وكذا علماء التمويل والاستثمار ، ولا يكاد يعرف خلافًا فيما تطرقوا إليه في هذه المسألة إلا من حيث التفاصيل ؛ وهو الأمر الذي سنتناوله بقدر من التفصيل في مطلب مستقل في الفصل الثاني .

**السوق الأولية وطرق التمويل وأثرها على الهيكل التمويلي :**

قدمنا أن بوسع شركات المساهمة أن تلجأ إلى السوق الأولية إذا ما كانت راغبة في زيادة مواردها المالية ، سواء من خلال زيادة رأس المال أو إصدار قروض السندات أي التمويل بالدين ( Debt Financing ) أو بهما معًا .

ومما لا شك فيه أن مسألة اختيار أسلوب التمويل ( Method of Financing ) تعد من أهم المسائل التي تحظى باهتمام الإدارة المالية لما تنطوي عليه من أمور حيوية تتعلق بمستقبل المنشأة ، وحقوق المساهمين ، ومقدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها فضلًا عما ينطوي عليه هذا الأسلوب أو ذاك من تغيير لهيكل رأس مال المنشأة ( The capital structure of the firm ) والذي يعبر عن ذلك المزيج من مصادر التمويل طويل الأجل ( Long Term Sources of Financing ) وقد يتجاوز ذلك إلى التأثير على الهيكل التمويلي للمنشأة ، والذي يتضمن ذلك الخليط ( Mixture ) من جميع مصادر التمويل ، أي : طويلة وقصيرة الأجل (١) .

ولما كان البناء الهيكلي لرأس المال الذي تنشده مختلف المنشآت هو الذي يترتب عليه تخفيض تكلفة رأس المال ( Cost of Capital ) إلى أدنى حد ممكن وبالتالي تحقيق هدف أصحاب المشروع وهو تعظيم حقوق المساهمين ؛ لذلك فإن ثمة اعتبارات يجب أخذها في الحسبان من جانب الإدارة المالية للمنشآت الراهنة في زيادة مواردها المالية ، ومنها :

١ - مدى سلامة الهيكل التمويلي للمنشآت في ضوء استخدام وسيلة التمويل التي وقع عليها الاختيار .

٢ - تكلفة رأس المال .

أثر الرافعة المالية على ربحية المساهم ( E.P.S ) وحقوق المساهمين .

**الرافعة المالية ( The Financial Leverage ) :**

تعرف الرافعة المالية بأنها : استخدام أموال ذات تكلفة ثابتة ؛ بهدف زيادة ربحية السهم (٢) .

---

(١) Principles of Financial Management, Haim levy Marshall Sarnat ed. 1988. P. 370.

(٢) James C, Van Horne, Financial Management and Policy. New Jersey P. 785 ed 1980.

والرافعة المالية – كما يقول علماء التمويل والاستثمار – سيف ذو حدين ، فقد تكون إيجابية ( Positive ) وقد تكون سلبية ( Negative ) ، ويفصلون ذلك بقولهم أنه إذا كانت الرافعة إيجابية فإن مؤدى ذلك زيادة ربحية السهم ( Eps ) بزيادة الدين ( Debt ) وعلى النقيض من ذلك إذا انخفضت ربحية السهم كانت الرافعة سلبية [١] .

وقد تناولت الموسوعة الأمريكية هذا المعنى في عبارة سهلة وبقدر من التفصيل ، وذلك على النحو التالي :

( If one can borrow at a fixed interest rate and use borrowed funds to earn more than the interest rate, the balance will come to the borrower as a profit. But should the borrower earn less with the funds than he contracted to pay for them, he takes a magnified loss ) [٢] .

ولما كانت الرافعة تؤدي إلى زيادة الربح المتوقع ( NOI ) ( Operating Income ) وزيادة المخاطرة في آنٍ واحد ، لذلك فإن التوسع في استخدام الرافعة المالية في المنشأة من شأنه زيادة حجم المخاطرة المالية ( Financial Risk ) الأمر الذي يحمل معه أسباب إخفاق الشركة وإفلاسها ، وهو الأمر الذي عبر عنه أحد الكتاب بقوله :

( By increasing its use of leverage, the firm also increases financial risk and thereby the probability of financial failure ) [٣] .

ونظرًا لأن الرافعة المالية تؤدي إلى زيادة العائد المتوقع والمخاطرة في آن واحد ، فإن ذلك يثير التساؤل عن صافي الأثر المترتب على استخدام الرافعة بالنسبة للمساهمين ومصلحتهم الاقتصادية العليا .

وقد أجاب على هذا التساؤل أحد علماء التمويل والاستثمار بقوله : « إن أحدًا لا يستطيع بداهة أن يرجح أحد هذين العاملين ، وطالما أن المنشأة قد اتخذت نفسها هدفًا يخلص في تعظيم حقوق المساهمين ، فإن السبيل الوحيد لتوضيح أحد الأسلوبين يكمن في التعرف على سلوك سعر السوق لأسهم هذه الشركة ، فإذا ما انخفضت القيمة السوقية للأسهم نتيجة استخدام الرافعة المالية ، فإن ذلك يشير إلى أن الزيادة في حجم المخاطرة يرجح الزيادة في ربحية السهم المتوقعة والعكس أيضًا صحيح .

( ١ ) Haim Imvy & Marshall Sarnat, Capital Investment and Finance Decisions.

( ٢ ) American Encyclopedia vol. 17 P. 263.

( ٣ ) Haim Levy - Capital Investment op. cit. p. 234.

( Off hand, it is not clear which of these two factors outweighs the other since... ) [١] .

وفي موضع آخر يذكر نفس الكاتب أنه كلما ارتفعت نسبة الرافعة المالية كلما زادت مخاطرة الإفلاس ، وكلما كان العائد المطلوب من جانب المساهمين أعظم .

( The Higher the financial leverage ratio, the higher the risk of banakruptcy, and therefore the higher will be the extra required premium ) [٢] .

وقد يكون من المفيد أن نقف عند التساؤل الذي طرحه علماء التمويل والاستثمار والذي يخلص في الآتي :

هل يوجد هيكل أمثل للتمويل ( Optimal Capital financial structure ) ، وإذا كان الأمر كذلك فكيف يمكن تحديده ؟

وإذا تجاهلنا ولو لبعض الوقت تحليل « موديجلياني وميللر » ( Modigliani and Miller ) ، والذي وصفه بعض الكتاب بالتطرف وتجاهله لبعض الثوابت تحيزًا منه لفكر معين ، فإنه يمكن القول أن مسألة وجود هيكل أمثل للتمويل قد تنازع الرأي فيه مدرستان :

المدرسة الأولى : تصرح أن هناك هيكل أمثل يقوم على مزيج من أسهم رأس المال والدين ، وهذا المزيج من شأنه تقليل تكلفة رأس المال ، وأغلب علماء التمويل على أن التمويل بالدين أرخص نسبيًا من التمويل عن طريق زيادة رأس المال ، وحجتهم في ذلك : أن الفائدة على الدين يتم استقطاعها من الفائض أو الربح الذي حققته المنشأة ، مما يؤدي إلى انخفاض أعباء الضريبة ، وبالتالي زيادة ربحية السهم ( Earning per share ) ، في حين أن إصدار أسهم جديدة من شأنه زيادة عدد الأسهم المصدرة .

( Debt financing is relatively cheaper than equity financing because interest is tax deductible ) .

بينما تصرح مدرسة أخرى من مدارس الفكر أنه باستثناء مزية الإعفاء من الضريبة في حالة الدين ، فإن أي انخفاض في تكلفة رأس المال ينتج عن التمويل بالدين يقابله على الجانب الآخر زيادة في تكلفة رأس مال الأسهم ، وتفصيل ذلك أن التمويل بالدين مؤداه

---

( ١ ) Haim Levy - Capital Investment op. cit. p. 214.

( ٢ ) Ibid. P. 236. 263.

زيادة درجة المخاطرة ، وزيادة المخاطرة تؤدي إلى زيادة نسبة العائد المطلوب تحقيقه من جانب المساهمين والذي يتضمن قيمة العائد الخالي من المخاطرة ( Risk free rate of return ) « كمعدل الفائدة على السندات الحكومية » مضافًا إليه علاوة المخاطر ( Risk premium ) ، وزيادة تكلفة رأس المال على هذا الوجه من شأنها التأثير على القيمة السوقية لأسهم المنشأة في أسواق الأوراق المالية ، وهو ما لا يتفق والهدف الذي تسعى إليه المنشأة من خلال استخدامها لكافة الأدوات والطرائق التي تؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين (١) .

أما « ميللر ومودیجلیانی » فقد ذهبا في تحليلهما للهيكل الأمثل إلى افتراض أن الهيكل الأمثل هو الذي يقوم على الدين بنسبة ( ١٠٠٪ ) ، وقد بنى أصحاب هذه النظرية افتراضهم على أساس الإعفاءات الضريبية الناتجة عن اقتطاع الفائدة المدفوعة من الربح المحقق وتوصلوا إلى المعادلة الآتية :

$$VL = Vu + tB$$

حيث ( VL ) تمثل القيمة السوقية للمنشأة المستخدمة للرافعة .

( VU ) تمثل القيمة السوقية للمنشأة غير المستخدمة للرافعة .

( T ) معدل الضريبة على المنشأة .

( B ) حجم الدين في هيكل رأس مال المنشأة .

ومن الواضح وفقًا لهذه المعادلة أنه كلما زادت كمية الدين تعاظمت قيمة المنشأة .

( The higher the amount of debt, the greater the value of the firm ) .

وقد تعرضت هذه النظرية للهجوم ووصفت بأنها غير واقعية ؛ لأنها تتجاهل أمرًا واقعيًا في الحياة العملية وهو الإخفاق المالي كما يبين من النص التالي :

( This unrealistic result reflects among other things, the fact that the M & M analysis ignores bankruptcy. In practice, a firm is confronted with steeply rising interest rates beyond fairly low levels of the dept equity ratio, since lenders and borrowers are sensitive to the possibility of "gamblers" ruin on

---

(١) Multinational Business FinanceÛ David k. Eiteman & Arthur Stonehill ed 1973 p, 220 - 221.

bankruptcy ) [١] .

ويبين مما تقدم أن معظم الفكر الغربي يميل إلى التمويل بالقرض ، وسنعرض فيما يلي لنماذج تطبيقية لاستخدام الرافعة المالية .

**« اثر استخدام الرافعة المالية على ربحية الأسهم » باستخدام مستويين من الأرباح »**

| البيان | هيكل رأس المال الجاري باستخدام الرافعة المالية | | هيكل رأس المال المقترح بدون استخدام الرافعة | |
|---|---|---|---|---|
| | أ | ب | أ | ب |
| الأرباح قبل الفائدة والضرائب EBIT | $٧٠٠٠٠ | $٨٠٠٠٠ | $٧٠٠٠٠ | $٨٠٠٠٠ |
| ناقصًا الفائدة | ٤٥٠٠٠ | ٤٥٠٠٠ | — | — |
| الأرباح بعد خصم الفائدة | ٢٥٠٠٠ | ٣٥٠٠٠ | ٧٠٠٠٠ | ٨٠٠٠٠ |
| ناقصًا الضرائب ٢٠٪ | ٥٠٠٠ | ٧٠٠٠ | ١٤٠٠٠ | ١٦٠٠٠ |
| | — | — | — | — |
| | ٢٠٠٠٠ | ٢٨٠٠٠ | ٥٦٠٠٠ | ٦٤٠٠٠ |
| ناقصًا العائد على الأسهم الممتازة | ١٠٠٠٠ | ١٠٠٠٠ | — | — |
| | ١٠٠٠٠ | ١٨٠٠٠ | ٥٦٠٠٠ | ٦٤٠٠٠ |
| الربح مقسومًا على عدد الأسهم العادية | ٥٠٠٠ | ٥٠٠٠ | ٢٥٠٠٠ | ٢٥٠٠٠ |
| | $٢,٠٠ | $٣,٦٠ | $٢,٢٤ | $٢,٥٦ |

مقتبس من : ( Principles of financial management Table 13/3 p. 372 )

ويبين من الجدول المتقدم أن الرافعة المالية كانت تارة إيجابية وتارة سلبية .

فعند مستوى مرتفع من الأرباح وهو هنا ( $٨٠,٠٠٠ ) أمكن تغطية التكاليف

( ١ ) Madura, Introduction to Financial Management, p. 363 - 364.

الثابتة وارتفعت ربحية السهم عند ذات مستوى الربح الذي لم تستخدم فيه الرافعة ، وعند مستوى أدنى من الربح وهو ( ٧٠,٠٠٠$ ) انخفضت ربحية السهم باستخدام الرافعة عن هذا المستوى الذي لم تستخدم فيه الرافعة ، وهو الأمر الذي يكشف عن الدور الذي تقوم به الفائدة في رفع التكاليف الثابتة للمنشأة ؛ الأمر الذي قد يؤدي إلى انهيارها في حالات الكساد أو مرورها بظروف غير مناسبة ، كما أن استخدام المنشأة للرافعة المالية قد يؤدي إلى عدم بلوغ المنشأة لنقطة التعادل إذا تجاوزت تكاليفها الكلية إيراداتها الكلية أو عدم بلوغها نقطة التعادل ( BEP ) ( Break even point ) إلا عند حجم كبير من الإنتاج .

فإذا ما كانت المنشأة تسعى لتجنب أية خسائر وإلى بذل غاية الوسع لتعظيم حقوق المساهمين ، فإن مبيعاتها يجب أن تغطي كل التكاليف المتغيرة التي تتغير بتغير حجم الإنتاج ، فضلًا عن التكاليف الثابتة ومنها الفائدة الثابتة التي تدفعها ثمنًا للاقتراض ، وهي التي لا تتغير بتغير حجم الإنتاج ، ويؤدي تضخمها وزيادة عبئها إلى زيادة المخاطر المالية ، وتعرُّض المنشأة للخسائر أو الإعسار المالي .

وإذا كان الفكر الغربي وكتاب الغرب قد ذهبوا شوطًا بعيدًا في تحيزهم لأسلوب التمويل باستخدام القرض واقتفى أثرهم وسار على دربهم ونهجهم عدد من كتاب الشرق ؛ فقد رأينا أن نعرض هنا للأسلوب الذي عولجت به مسألة الرافعة المالية في إحدى الموسوعات الأجنبية الشهيرة فيما يشبه التلفيق للوصول إلى النتائج التي تؤيد وجهة نظرهم في هذا الشأن ؛ فجاء العرض من الناحية العلمية مشوهًا ومشوبًا بالأخطاء ومعيبًا بما يقدح في صحته من الناحية العلمية والمنطقية ، وذلك على الوجه المبين بعد ؛ بغرض إثبات أن القرض الربوي هو أفضل الطرق إلى إثراء المساهمين .

## الرافعة المالية عند مستويات مختلفة لعدد من الشركات

| البيـان | الشركة ( أ ) درجة منخفضة من الرافعة | الشركة ( ب ) درجة عالية من الرافعة | الشركة ( ج ) درجة عالية من الرافعة |
|---|---|---|---|
| ديون طويلة الأجل بفائدة ( ٥٪ ) | ١٠,٠٠٠ | ٥٠,٠٠٠ | ٥٠,٠٠٠ |
| أسهم رأس المال | ٩٠,٠٠٠ | ٥٠,٠٠٠ | ٥٠,٠٠٠ |
| إجمالي رأس المال المستثمر | ١٠٠,٠٠٠ | ١٠٠,٠٠٠ | ١٠٠,٠٠٠ |
| معدل العائد على رأس المال | ٪١٢ | ٪١٢ | ٪٢٤ |
| الأرباح الدولارية على إجمالي رأس المال | ١٢,٠٠٠ | ١٢,٠٠٠ | ٢٤,٠٠٠ |
| ( - ) ناقصًا الفائدة بمعدل ( ٥٪ ) | ٥٠٠ | ٢,٥٠٠ | ٢,٥٠٠ |
| أرباح المساهمين | ١١,٥٠٠ | ٩,٥٠٠ | ٢١,٥٠٠ |
| معدل العائد لكل جنيه من رأس المال | ٪١٢,٧٨ | ٪١٩ | ٪٤٣ |

هذا الجدول مقتبس من الموسوعة الأمريكية :

( The Encyclopedia Americana - International edition vol. 17 p. 204 ) .

انظر : الملحقات ، الملحق رقم ( ٥ ) .

وأول ما يسترعي الانتباه عند النظر في الجدول الذي قدمته الموسوعة هو تباين معدل العائد على رأس المال في الشركات الثلاث ، وهو أمر غير مفهوم وافتراض غير مقبول ، وقد عبرت الموسوعة عن ذلك بقولها :

( Suppose company ( c ) with the same high leverage as company ( B ) doubles its return on total capital to 24% .... ) .

وقد كان من المتعين تثبيت وتماثل معدلات الربحية في المنشآت الثلاث حتى يمكن التعرف على أثر الرافعة المالية ، إلا أن التحيز الواضح لأصحاب هذه النظرية ومن سار على دربهم ظهر جليًا في هذا المسلك المعيب والذي من شأنه إفساد أسس المقارنات بين المتساويات .

وقد قمنا بمحاولة من جانبنا لإثبات زيف هذه النظرية والتي نقلناها عن غيرنا وكأنها من النظريات المسلم بصحتها ، فوفقًا للحالة الافتراضية المبينة بعد ، استبان أن أعلى قيمة للسهم والتي تتمثل في قيمته الذاتية من خلال السياسة المالية التي تتبعها المنشأة قد تحققت في الشركة التي تعتمد على التمويل الذاتي بنسبة ( ١٠٠٪ ) تليها تلك التي اعتمدت على التمويل الذاتي بنسبة ( ٧٥٪ ) والتمويل الخارجي بنسبة ( ٢٥٪ ) وأدناها تلك التي اعتمدت على التمويل الذاتي بنسبة ( ٥٠٪ ) والتمويل بالقرض بنسبة ( ٥٠٪ ) .

الشركات ( أ ، ب ، ج ) شركات تنتمي إلى صناعة واحدة ومتماثلة من جميع الوجوه ورأس مال كل منها ( ٢,٥٠٠,٠٠٠ ) جنيه .

قامت الشركات الثلاث بزيادة رأس مالها المستثمر إلى ( ٥ ) مليون جنيه ، أما الشركة ( أ ) ، فقد آثرت أن تكون الزيادة عن طريق طرح أسهم زيادة رأس المال وعدم اللجوء إلى الاقتراض .

وأما الشركتان ( ب ، ج ) فقد آثرتا تنويع مصادر التمويل ، وبحيث يصبح هيكل رأس المال المستثمر على الوجه التالي :

الشركة ب ( ٧٥٪ ) أسهم ، ( ٢٥٪ ) قروض .

الشركة ج ( ٥٠٪ ) أسهم ، ( ٥٠٪ ) قروض .

- وبفرض أن الأرباح قبل استقطاع الفوائد والضرائب تبلغ نسبتها ( ٢٠٪ ) من رأس المال المستثمر .

- وأن سعر الفائدة ( ١٠٪ ) .

- وأن نسبة المخاطرة الاقتصادية في الشركات الثلاث ( ٢٪ ) .

– وأن نسبة المخاطرة المالية تمثل جزءًا من عشرة وبذات النسبة بين القروض ورأس المال .

– وبفرض أن قيمة السهم ( ١٠ ) جنيهًا ، فإذا وقع اختيارنا على تطبيق أحكام القانون المصري على هذه الحالة ، فما هو أثر الفائدة والضرائب على الرافعة المالية ؟

وأي مصادر التمويل يتفق وأهداف المنشأة من حيث تعظيم ثروة المساهمين ؟

**حالة افتراضية**

| البيان | الشركة ( أ ) | الشركة ( ب ) | الشركة ( ج ) |
|---|---|---|---|
| أسهم | ٥٠٠٠٠٠٠ (١٠٠٪) | ٣٧٥٠٠٠٠ج (٧٥٪) | ٢٥٠٠٠٠٠ج (٥٠٪) |
| سندات | ــــ | ١٢٥٠٠٠٠ج (٢٥٪) | ٢٥٠٠٠٠٠ج (٥٠٪) |
| إجمالي رأس المال المستثمر بعد الزيادة [ رأس المال المملوك + القروض ] | ٥٠٠٠٠٠٠ جنيه | ٥٠٠٠٠٠٠ جنيه | ٥٠٠٠٠٠٠ جنيه |
| الأرباح قبل الفوائد والضرائب ( بنسبة ٢٠٪ ) | ١٠٠٠٠٠٠ | ١٠٠٠٠٠٠ | ١٠٠٠٠٠٠ |
| ( – ) فائدة السندات ١٠٪ | ــــ | ١٢٥٠٠٠ | ٢٥٠٠٠٠ |
| صافي الدخل ( بعد خصم فائدة السندات ) | ١٠٠٠٠٠٠ | ٨٧٥٠٠٠ | ٧٥٠٠٠٠ |
| ( – ) إعفاء ضريبي ١١٪ من رأس المال المملوك غير خاضع للضريبة | ٥٥٠٠٠٠ | ٤١٢٥٠٠ | ٢٧٥٠٠٠ |
| صافي الدخل الخاضع للضريبة | ٤٥٠٠٠٠ | ٤٦٢٥٠٠ | ٤٧٥٠٠٠ |
| ( – ) الضريبة المستحقة ٣٢٪ | ١٤٤٠٠٠ | ١٤٨٠٠٠ | ١٥٢٠٠٠ |
| صافي الدخل | ٣٠٦٠٠٠ | ٣١٤٥٠٠ | ٣٢٣٠٠٠ |
| + الإعفاء الضريبي ( ١١٪ ) السابق خصمه | ٥٥٠٠٠٠ | ٤١٢٥٠٠ | ٢٧٥٠٠٠ |

| | | | |
|---|---|---|---|
| صافي الدخل + الإعفاء الضريبي | ٨٥٦٠٠٠ | ٧٢٧٠٠٠ | ٥٩٨٠٠٠ |
| وبافتراض أن القيمة الاسمية للسهم بكل من الشركات الثلاث ( ١٠ ) جنيهات يكون عدد الأسهم بكل شركة | ٥٠٠٠٠٠ سهم | ٣٧٥٠٠٠ سهم | ٢٥٠٠٠٠ سهم |
| العائد على السهم | ١,٧١٢ جنيه | ١,٩٣٩ جنيه | ٢,٣٩٢ جنيه |
| القيمة الحقيقية للسهم = [العائد على السهم ( (١ + نسبة النمو) / (العائد المطلوب تحقيقه − نسبة النمو) ) ] | ٢٥,٦٨ جنيه<br>١,٧١٢ ( (١ + ٠,٥) / (١٢ − ٠,٠٥) ) | ٢١,٤٣ جنيه<br>١,٩٣٩ ( (١ + ٠,٥) / (١٤,٥ + ٠,٥) ) | ٢٠,٩٣ جنيه<br>٢,٣٩٢ ( (١ + ٠,٥) / (١٧ − ٠,٠٥) ) |

**قياس الرافعة المالية ( Measuring financial leverage ) :**

بقي أن نشير إلى أن هناك مقاييس للرافعة المالية بعضها يتعلق بدرجة الرافعة المالية والبعض الآخر يتضمن عددًا من النسب المالية التي يجري استخدامها لقياس الرافعة المالية .

**أولًا : درجة الرافعة المالية ( DFI ) ( Degree of financial leverage ) :**

يجرى استخراجها بالمعادلة الآتية :

$$\frac{\text{نسبة التغير في ربحية السهم}}{\text{نسبة التغير في الأرباح قبل الفائدة والضرائب}}$$

فعند استخدام المنشأة للرافعة المالية أي التمويل بالقرض فإن التغير في الأرباح قبل الفائدة والضرائب يترتب عليه تغيرًا كبيرًا في ربحية السهم ، والمعادلة المتقدمة توفر معيارًا جيدًا لقياس الرافعة المالية .

وقد استبان لنا من خلال الحالة التي عرضنا لها لبيان أثر الرافعة المالية على ربحية السهم ، وزيادة هذه الربحية إلى ( ٣,٦٠ $ ) مقابل ( ٢,٠٠ $ ) نتيجة استخدام الرافعة

المالية ، وعند ربح قدره ( ٨٠,٠٠٠$ ) ولم تتحقق هذه الزيادة عند ( ٧٠,٠٠٠$ ) وللوصول إلى درجة الرافعة المالية بتطبيق المعادلة السابقة :

$$\text{درجة الرافعة المالية (DFL)} = \frac{\dfrac{\$٢,٠٠ - \$٣,٦٠}{\$٢,٠٠}}{\dfrac{٪٧٠,٠٠٠ - ٨٠,٠٠٠}{٧٠,٠٠٠}} =$$

EBIT

$$\frac{٪١٨}{٪١٤,٣} = ٥,٦$$

أما المقاييس الأخرى التي يجري استخدامها لقياس الرافعة المالية فهي مجموعة من النسب المالية ( Financial Ratios ) والتي جرت العادة على استخدامها بمعرفة المحللين الماليين للوقوف على مدى سلامة الهيكل التمويلي للمنشأة ، وأهم هذه النسب :

١ - نسبة المديونية ( Debt ratio ) وتمثل جملة الديون إلى جملة الأصول ؛ ونظرًا لأن هذه النسبة تتضمن كلًّا من الديون طويلة الأجل وقصيرة الأجل ( Long and short term debts ) فإنها معيار جيد لقياس المديونية في هيكل المنشأة .

٢ - نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية ، وهذه النسبة تعد مؤشرًا جيدًا لقياس درجة المديونية في هيكل رأس المال .

٣ - معدل تغطية الأرباح للفائدة ( Interest Coverage Ratio ) : وهي النسبة التي يمكن عن طريقها تحديد قدرة المنشأة على الوفاء بأعباء الدين المتمثلة في الفوائد ، ولكنها لا تقيس الدين ذاته ، وهي توفر مؤشرًا متقبلًا من جهة الدائنين لمستوى المخاطرة [١] .

وهناك نسبة أخرى لا تقل عن النسب السابقة أهمية وإن لم تتفوق عليها جميعًا وهذه النسبة هي :

٤ - نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية :

تشير هذه النسبة إلى مدى إمكانية تغطية حقوق الملكية ممثلة في رأس مال الشركة

---

(١) Haim Levy - Marshall Sarnat op. cit. P. 386.

واحتياطياتها والفائض المرحل ( إن وجد ) لكافة ديون المنشأة ، وبعبارة أخرى : فإن العلاقة بين حقوق الملكية وديون المنشأة هي علاقة بين حجم الأصول المملوكة للمنشأة وحجم الأصول الذي يمثل حقوقًا للغير على المنشأة .

ويصور أحد العلماء هذه النسبة بالآتي :

( The relationship of the indebtedness of the company to its net worth is important one. Generally the owners should have more money invested in assests the creditors.

Any increase in the ratio is unfavorable and decrease is favorable ) .

ويشير هذا التعريف إلى أنه لا ينبغي أن تتجاوز الأصول المستثمرة المملوكة للدائنين الأصول المملوكة للمساهمين ، ولا شك أن زيادة النسبة يؤدي إلى تصدع البناء المالي للمنشأة ، ويزداد التصدع بزيادة الأعباء وتعد هذه النسبة من أبرز نسب الإعسار الفني والمالي لدى المحللين الماليين .

**الإصدارات الجديدة وحق الأولوية فيها :**

عندما تقوم إحدى شركات المساهمة بطرح أسهم جديدة لزيادة رأس المال فإنها تقرر حق الأولوية في الاكتتاب للمساهمين القدامى ؛ فيكون ذلك بمثابة امتياز لهم ( Privilege ) يتمتعون به دون غيرهم من المستثمرين المحتملين ، فتعرض عليهم تغطية الزيادة في رأس المال بأسعار مقبولة ، تقل غالبًا وبدرجة محسوسة عن أسعار السوق الجارية : ( The current market value ) وبحيث يصبح بوسع كل من قدامى المساهمين الحصول على عدد من الأسهم يتقرر في ضوء عدد الحقوق ( Rights ) التي تحددها إدارة الشركة لكل سهم قديم ، ونسبة عدد الأسهم التي يمتلكها كل مساهم قديم ، وذلك فيما اصطلح عليه باللاتينية ( Pro rata basis ) ، مثال ذلك : أن تقرر الشركة حق الاكتتاب في سهم جديد لكل عشرة أسهم في حيازة المساهمين ، أي : بمعدل ( ٠,١ ) سهم جديد لكل سهم قديم .

والمساهم في بعض البلاد كالولايات المتحدة له حق الخيار في شراء الأسهم الجديدة متى كان راغبًا في الحفاظ على النسبة التي يمتلكها في المنشأة ، أو أن يبيع حقه في شراء هذه الأسهم للغير إذا لم يكن راغبًا في شرائها أو لا يستطيع دفع ثمنها [١] .

=( ١ ) If the shareholder does not elect to participate in the rights offering he may sell his

والجدير بالذكر أن بعض القوانين تجعل الأولوية عل سبيل الوجوب ، ومن ذلك : القانون الفرنسي الصادر في أغسطس ( ١٩٣٥م ) والذي يقرر وجوب عرض الأسهم الجديدة على قدامى المساهمين ، ويكون لكل منهم الحق في الاكتتاب بنسبة أسهمه الأصلية ، ولا يمكن حرمانه من هذا الحق ولا تخفيض النسبة المقررة له ، ومتى اكتتب بعض المساهمين القدامى في الأسهم الجديدة ورفض البعض الآخر ، لزم إعادة عرض الاكتتاب فيما لما يتم الاكتتاب فيه على المساهمين القدامى الذين قدموا طلبات الاكتتاب وأظهروا رغبتهم في الاكتتاب في الأسهم المرفوضة فضلًا عن النسبة المقررة لهم ، وتوزع الأسهم عندئذ عليهم بنسبة طلباتهم ، ويعرض للاكتتاب العام بعد ذلك ما لم يتم الاكتتاب فيه (١) .

وهناك أكثر من سبب يدعو إلى إعمال النظرية القانونية التي ترعى حقوق الأولوية أو الأفضلية ( The legal theory of pre - emptive ) ولعل أهم هذه الأسباب يمكن إجمالها في الآتي :

إن إصدار أسهم جديدة وطرحها للاكتتاب العام مؤداه مشاركة المساهمين الجدد في الاحتياطيات أو التراكمات الرأسمالية التي كونتها الشركة طوال حياتها ، وهي تتمثل بصفة أساسية في الأرباح المحتجزة والتي لم يتم توزيعها على المساهمين خلال السنوات السابقة ، وهي مع ذلك حقٌّ خالص لهم وحدهم دون غيرهم باعتبارهم أصحاب المشروع ، ويترتب على المسلك المتقدم انخفاض القيمة الدفترية للأسهم والتي تتمثل في حقوق المساهمين « رأس المال والاحتياطيات » مقسومة على عدد الأسهم المصدرة .

ولذلك فإن استخدام حقوق الأولوية أو التفضيل يترتب عليه رفع الضرر عن قدامى المساهمين ؛ إذ تكون لهم الأولوية أو الأفضلية في شراء الإصدارات الجديدة وبالتالي تعويضهم عن انخفاض القيمة الدفترية ، فإذا لم يكن المساهم راغبًا في المشاركة في

---

= privilege in the marketplace, ( Fredrick Amling op. cit. p. 169 ).

وأيضًا :

The privilege may be exercised by the stockholder himself or may be sold to some one else Robert Wessel - op. cit. p. 245 .

(١) د. يعقوب يوسف صرخوه ، الأسهم وتداولها في الشركات المساهمة في القانون الكويتي ، دراسة مقارنة في القوانين العربية والفرنسية والإنجليزية ، ( ص ١٧٦ ) .

زيادة رأس المال ، فإن بوسعه أن يبيع حقوقه لآخرين ويتم تعويضه بالتالي عن انخفاض القيمة الدفترية .

وللحقوق الأولوية مزية أخرى خاصة في الدول التي تسمح بتعدد أصوات المساهمين وفقًا لعدد الأسهم التي يمتلكها كل منهم ، وفضلًا عن ذلك فإن هناك سببًا آخر لا يغفله الكتاب المتخصصون في التمويل والاستثمار ، ألا وهو أن استخدام حقوق الأولوية من شأنه تدعيم العلاقة بين إدارة الشركة ومساهميها ، وينمي لديهم الشعور بالانتماء والولاء .

**خطوات تمويل الحقوق ( The mechanics of rights financing ) :**

١ - تحديد سعر السهم من الإصدار الجديد من جانب مجلس إدارة المنشأة .

٢ - تحديد عدد الحقوق ( Rights ) وهي نسبة الأسهم من الإصدار الجديد ، والتي يتم تخصيصها لكل سهم قديم .

٣ - تحديد الفترة التي تمارس فيها هذه الحقوق .

أما عن كيفية تحديد عدد الحقوق المطلوبة لشراء سهم جديد فإنه يمكن التوصل إليها باتباع الخطوات التالية :

$$\text{١ - عدد الأسهم الجديدة} = \frac{\text{مقدار الزيادة في رأس المال}}{\text{سعر الإصدار الجديد}}$$

$$\text{٢ - عدد الحقوق} = \frac{\text{عدد الأسهم القديمة}}{\text{عدد الأسهم الجديدة}}$$

على أنه ينبغي على المستثمر أن يحفظ عن ظهر قلب ثلاثة أمور لها تأثير مباشر على قيمة الحق :

١ - تاريخ الإعلان .

٢ - تاريخ التسجيل .

٣ - تاريخ انتهاء السريان أو انقضاء الأجل .

وتفصيل ذلك أنه في تاريخ الإعلان يحدد مجلس الإدارة عدد الحقوق المخصصة لكل سهم ، وسعر السهم ، وكذلك تاريخ التسجيل .

أما تاريخ التسجيل فهو الذي تسجل فيه أسماء المساهمين ، منذ تاريخ الإعلان وحتى تاريخ التسجيل ؛ حيث تباع الأسهم بسعرها في السوق مضافًا إليه قيمة الحقوق ، وبعد انتهاء تاريخ التسجيل تباع الأسهم بدون حقوق .

وأما تاريخ انقضاء الأجل ( The expiration ) فهو التاريخ الذي لا تصبح فيه لتلك الحقوق قيمة ، ذلك أن الفترة ما بين تاريخ التسجيل وهذا التاريخ تتراوح غالبًا ما بين أسبوعين إلى شهر ؛ باعتبار هذه الفترة كافية لكي يستخدم المساهمون حقوقهم بيعًا أو ممارسة .

وإذا كنا قد انتهينا إلى أن بعض المساهمين قد يعرضون عن شراء الأسهم الجديدة المعروضة عليهم ، وأن بوسعهم في هذه الحالة أن يبيعوا الحقوق في السوق المفتوحة ؛ فقد يكون من المفيد أن نعرض للكيفية التي يتم بها تحديد هذه الحقوق [١] .

**كيفية تحديد ثمن الحقوق :**

لو افترضنا أن مساهمًا له الحق في الاكتتاب في سهم جديد لكل خمسة أسهم في حيازته ، وبسعر ( ٣٥ ) دولارًا للسهم ، وأن تاريخ الإعلان هو أول مايو ، وأن تاريخ التسجيل كان ( ٣٠ ) مايو ، وأن تاريخ انقضاء الأجل ( ١٥ ) يونيو ، وأن سعر السهم في تاريخ الإعلان كان ( ٣١ ) دولارًا ، وأن عدد الأسهم التي كانت في حيازته ( ٢٥ ) سهمًا ، فما هي قيمة الحق ؟

$$\text{قيمة الحق} = \frac{\text{سعر السهم في السوق} - \text{سعر الاكتتاب}}{\text{١ + عدد الحقوق}}$$

$$= \frac{\text{٣١ - ٢٥}}{\text{٦}} = \text{١ دولار}$$

( ١ ) Robert wessel op. cit. p. 245.

ولكن ما ذا لو قرر المستثمر بيع حقه بعد تاريخ التسجيل ؛ فتصبح المعادلة على الوجه التالي :

$$= \frac{٣١ - ٢٥}{٥} = \frac{١}{٦} ١$$ دولار [1] .

هذا مع ملاحظة أن سعر السهم في السوق بعد تاريخ الإعلان يصعد لكي يشمل قيمة الحق في اليوم الذي يتم الإعلان فيه عند الاكتتاب المميز .

**دور السوق الثانوية في تمويل التنمية الاقتصادية :**

سبق لنا التنويه في موضع سابق إلى أنه لما كانت حقوق أصحاب المشروع في شركات المساهمة يتعذر تصفيتها لحساب أحد المستثمرين ، ظهرت الحاجة إلى هذه الأسواق ؛ حيث تباع فيها الحقوق وتشترى دون مساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع .

ولذلك فإن ثمة إجماع بين علماء الاستثمار والتمويل أن الوظيفة الأساسية لبورصة الأوراق المالية تخلص في قيامها بتسييل ( Liquidating ) الأصول المالية المتمثلة في الأسهم والسندات .

ونظرًا لقيام السوق بتلك الخدمة فإن المستثمرين يصبحون أكثر استعدادًا لشراء الأسهم التي تطرح للاكتتاب العام لأول مرة ، أو لشركات قائمة بغرض زيادة رؤوس أموالها ، طالما أن المستثمرين تغمرهم الثقة أن بوسعهم تسييل ما لديهم من أوراق مالية بسرعة وسهولة ، وبأدنى تكلفة ممكنة ، وأعلى سعر ممكن ، وذلك في حالة توفر عنصر الكفاءة في أداء السوق من حيث الكفاءة التبادلية ، والهيكلية ، والتشغيلية .

ولإلقاء مزيد من الضوء على دور السوق الثانوية في تمويل التنمية الاقتصادية فحسبنا الإشارة إلى أن عجز المساهمين عن تسييل الأسهم التي في حوزتهم مؤداه استحالة قيام شركات مساهمة جديدة ؛ فليس هناك من يقبل شراء أسهم يتعذر إعادة بيعها ، ولذلك فإن غياب البورصة عن واقعنا المعاصر يعني وأد أية محاولة من جانب شركات المساهمة

---

( ١ ) Ibid 245.

لزيادة رؤوس أموالها ؛ فضلًا عن تعذر قيام شركات مساهمة جديدة .

ومفاد ما تقدم أنه إذا كانت البورصة نفسها لا تقوم بتمويل التنمية إلا أن غيابها عن ساحة النشاط الاقتصادي - وخاصة في زماننا المعاصر - يعني إصابة الجهاز الإنتاجي بالشلل ، وتراجع المستثمرين عن الاستثمار ، والتوقف عن إنشاء المشروعات وتوقف عمليات الإنماء الاقتصادي ؛ الأمر الذي نستطيع أن نؤكد معه أنه لا وجود لشركات المساهمة في غيبة أسواق الأوراق المالية ، كما أنه لا قيمة لهذه الأسواق في غيبة شركات المساهمة ؛ فكل منهما لازمة من لوازم بقاء الأخرى ، وسببًا لوجودها .

وهناك رأي أن التداول الذي يتم في أية بورصة وإن كان لا يؤدي إلى خلق تكوينات رأسمالية جديدة ، إلا أن قيام أحد المدخرين بشراء عدد من الأسهم ، مفاده إيجاد سيولة موازية تصبح متاحة للاستثمار في مواضع أخرى من الاقتصاد ، وبغض النظر عن الكيفية التي سيستعمل فيها البائع السيولة الجديدة فإنها ستؤدي إلى تخفيض تكلفة الفرصة البديلة ( OPPORTUNITY COST ) في حالة استعمالها لتمويل استثمار جديد ، وستؤدي إلى زيادة المنفعة ( UTILITY ) في حالة استعمالها لتمويل إنفاق استهلاكي .

وتفسير ذلك أنه في حالة استعمال السيولة الجديدة لتمويل استثمار آخر فإن البائع ما كان ليقدم على البيع لو كان استثماره في تلك الأسهم أفضل من الفرص البديلة المتاحة .

أما في حالة استعمال السيولة الجديدة لتمويل إنفاق استهلاكي فإن ذلك يعني ببساطة أن بائع السهم قد توصل إلى قناعة بأن منفعته من استهلاك ثمن الأسهم أكثر من منفعته من الصبر عليها ، والاكتفاء باستهلاك عائدها السنوي ، وفي المنظور الوطني فإن هذا الوضع لا يختلف عن إقدام أحد المدخرين على استعمال مدخراته لتمويل استهلاكه بدلًا من شراء أسهم ، وهذا قرار مشروع مألوف .

وعلى ذلك يمكن القول بأن البورصة قد تتجاوز كونها قنالًا [١] ؛ لتسييل الاستثمارات المالية وقت الحاجة لتصل إلى حد كونها أداة لتقليل كلفة الفرصة على صعيد الاقتصاد الكلي وتعظيم المنفعة على صعيد الاقتصاد الجزئي [٢] .

---

(١) وصحة اللفظ : قناة .

(٢) د. عبد الله عبد الحميد المالكي ، مقال بمجلة البورصات العربية ، أزار ( ١٩٨٧م ) .

وقد يكون من المناسب هنا أن نختم هذا المبحث بالدور الذي لعبته سوق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية في دولتين ناميتين تصدى لهما بالدراسة الكاتب الاقتصادي ( Antonin Basch ) في مؤلفه القيم عن تمويل التنمية الاقتصادية ( Financing economic development ) .

**أولاً : بورصة المكسيك ( Mexico stock exchange ) :**

المكسيك إحدى دول أمريكا اللاتينية التي تعاني من معدل تضخم مرتفع ، وقد حققت تقدمًا ملحوظًا في تدفق المدخرات وتنمية سوق رأس المال ؛ فقد تدفقت في السنوات الأخيرة كميات ضخمة من رؤوس الأموال للاستثمار في الأوراق المالية ، إلا أن إحدى السمات الرئيسية لسوق المال المكسيكية هي عملية تفضيل المستثمر المكسيكي للأوراق المالية ذات العائد الثابت المرتفع نسبيًا ، ولا شك أن العوائد المرتفعة تعكس جزئيًا نقص رؤوس الأموال إلا أنها تعوض على الجانب الآخر - من غير شك - الزيادة التي حدثت في الأسعار .

أما عن تملك أسهم شركات المساهمة ، فليست من الأمور المستحبة في المكسيك ، ويرجع ذلك إلى أن الشركات القائدة مغلقة تقريبًا [١] .

والسوق المكسيكية محدودة ، وليس من السهل قيام أحد المساهمين بتسييل أسهمه ، لأنه غالبًا لا يجد مشتريًا لها ، وبسبب تفضيل الشركات الحصول على الأموال من خلال القروض وليس عن طريق سوق رأس المال ، ولتفضيل الأفراد في ذات الوقت للأوراق المالية ذات العوائد الثابتة المرتفعة نسبيًا ، خاصة وأن عوائد هذه الشركات منخفضة بصفة عامة مقارنة بالعوائد الأخرى بسبب انتهاج الشركات المكسيكية المهمة لسياسة التمويل الذاتي بإعادة استثمار جزء كبير من أرباحها .

والسوق أيضًا تتسم بعدم الكفاءة بسبب نقص المعلومات التي تتعلق بالميزانيات ، وعدم تلقي المساهمات لمعلومات كافية عن القيمة الحقيقية للأسهم ( Intrinsic value ) فإن هذه السوق تعد معوقة [٢] .

---

( ١ ) Leading companies are for the most part closely held the market is limited, shares cannot always be readily sold, ( Basch - p. 206 ).

( ٢ ) The Stock marker is also handicapped by lack of details information concerning the balance sheet of the corporation, Stock holders do not receive enough information about the

وقد بلغ حجم التعامل في البورصة عام ( ١٩٦٠م ) : ( ٥,٣ ) بليون ( Peso ) يساهم فيها قطاع الأسهم بنسبة ( ٣٪ ) فقط .

ولذلك فلا غرابة أن اتخذت عدة خطوات من خلال البنوك القائدة وبيوت الاستثمار لتوسيع السوق من خلال إصدار أسهم الشركات الجديدة ، وبإغراء الشركات القائدة على طرح المزيد من الأسهم في السوق .

ومع أن الدراسة السابقة قد مضى عليها ما يقرب من ربع قرن إلا أنه من الواضح أن بورصة المكسيك - شأنها شأن سائر معظم البورصات في الدول النامية - تفتقد مقومات السوق الكفء ، وكافة معايير الأداء الجيد ، ولا تؤدي بالتالي دورًا مهمًا في عملية التنمية الاقتصادية .

## سوق الأوراق المالية في كولومبيا :

كولومبيا إحدى دول أمريكا اللاتينية التي تحتفظ بدرجة مناسبة من الاستقرار النسبي ، ومن المعروف أن كولومبيا تعتمد بدرجة كبيرة على تصديرها لسلعة واحدة وهي البن ، والذي ما زال يمثل ( ٧٠٪ ) من إجمالي صادراتها .

وقد بلغ معدل الاستثمار في المتوسط خلال الفترة ( ٥٠ - ١٩٥٩م ) حوالي ( ١٨٪ ) من الناتج القومي الإجمالي ( G.N.P ) .

لقد تجمع لدى مؤسسات الادخار تراكمات محدودة من المدخرات ، ويتجه الأفراد بصفة عامة إلى استثمار جزء كبير من أموالهم في أوراق الشركات - خلافًا لما هو عليه الحال في المكسيك - وقد أصبح الاستثمار في هذه الشركات شعبيًا ومستحبًا بين الطبقة المتوسطة نتيجة الأداء الجيد من جانب المشروعات القائدة ، وكذلك الأداء الطيب من جانب البورصات وخاصة فيما يتعلق بالرقابة على الشركات .

( This investment has become popular among the middle class as a result of the good performance by the leading enterprises, the well - working stock exchanges, and particularly, the superintendency of joint - stock companies ) .

ومن الملاحظ أن أنشطة الشركات قد أدت إلى زيادة الثقة في الأسهم المقيدة في البورصات ، كما أن القوانين واللوائح تفرض على الشركات إعداد ميزانيات تفصيلية =

---

intrinsic Value of the shares and the Bash op. cit., p. 206.

مرة كل عام على الأقل ، وتشطب أسهم الشركات المقيدة في البورصة حال مخالفتها للقوانين واللوائح .

وقد نمت الشركات المساهمة خلال الفترة من ( ٥٢ - ١٩٥٩م ) ، وبلغ عدد المساهمين في أحد الشركات ( ٦٠ ) ألف مساهم [1] .

* * *

(١) Basch op. cit. p. 225.

# الفَصْلُ الثَّانِي : البيوع في أسواق الأوراق المالية ، ونظرة الشريعة الإسلامية إليها

**تمهيد :**

سبق لنا التنويه في موضع متقدم إلى أن من أهم وجوه الاختلاف بين أسواق الأوراق المالية وغيرها من الأسواق أنه بينما يجري التعامل في الأسواق السلعية على ذات الثروة فإن التعامل في أسواق الأوراق المالية يتم في حقوق على الثروة وليس على الثروة ذاتها .

ولما كانت حقوق أصحاب المشروع تتمثل في أصول يتعذر تسييلها لحساب أحد المستثمرين ، ظهرت الحاجة إلى أسواق الأوراق المالية ؛ حيث تباع الحقوق وتشترى دون مساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع .

وتتمثل هذه الحقوق في الصكوك التي تصدرها شركات المساهمة ، وهي الأسهم والسندات وحصص التأسيس ، والتي اتفقت الأعراف في مختلف البلدان على تسميتها بالأوراق المالية .

ومع هذا فإن التعامل في هذه الأسواق لا يقتصر على الصكوك التي تصدرها هذه الشركات ؛ فالحكومات والهيئات شبه الحكومية تقوم أيضًا بإصدار صكوك السندات .

ولما كان هذا الباب قد تم تخصيصه لمعالجة مسألة البيوع في أسواق الأوراق المالية وموقف الشريعة الإسلامية منها ، ونظرًا لأن الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة خاصة هي محل تلك البيوع ؛ حيث يجري تداولها في الأسواق بيعًا وشراءً ؛ لذلك فإن الأمر سيقتضي منّا أن نعرض في مبحث تمهيدي لمفهوم الشركة في الفقه الإسلامي في إيجار شديد ، نعرج من خلاله إلى شركة المساهمة التي تقوم بإصدار هذه الصكوك لنعرضها على الفقه الإسلامي للوقوف على مدى شرعيتها .

والتصدي لموقف الشريعة الإسلامية من شركة المساهمة أمر لا محيص عنه ؛ إذ من غير المتصور التحدث عن مدى شرعية الصكوك التي تصدرها هذه الشركات ، دون عرض الشركة المصدرة لهذه الصكوك على الفقه الإسلامي لمعرفة الحكم الشرعي فيها .

* * *

# المَبْحَثُ الأَوَّلُ

## الشركات في الفقه الإسلامي وموقف الشريعة الإسلامية من شركة المساهمة

### المَطْلَبُ الأَوَّلُ : الشركات في الفقه الإسلامي :

**تعريف الشركة :**

**أولًا : الشركة في اللغة :**

الشركة بفتح الشين مع كسر الراء أو بكسر الشين وسكون الراء ، هي لغة : مخالطة الشريكين . فيقال : اشترك الرجلان وتشاركا ، وشارك أحدهما الآخر ، وشاركت فلانًا ، واشتركنا ، وتشاركنا في كذا ، ويقال للرجل : شريك ، والمرأة : شريكة ، والنساء شرائك [١] .

**ثانيًا : اصطلاحًا :**

عرفها الأحناف بأنها : « عقد المشاركين في الأصل والربح » [٢] .

وعرفها ابن قدامة الحنبلي بأنها : « الاجتماع في استحقاق أو تصرف » [٣] .

وعرفها صاحب كفاية الأخيار الشافعي بأنها : « ثبوت الحق في الشيء الواحد لشخصين فصاعدًا على جهة الشيوع » [٤] .

وعرفها صاحب الشرح الصغير المالكي بأنها : « عقد مالكي مالين فأكثر ، على التجر فيهما معًا ، أو عقد على عمل بينهما ، بما يدل عرفًا ، ولزمت به » [٥] .

---

(١) لسان العرب لابن منظور ، مادة ( شَرِكَ ) .

(٢) مجمع الأنهر شرح ملتقى الأبحر ، نقلًا عن عبد العزيز الخياط ، عبد الفتاح أبو العينين .

(٣) المغني لابن قدامة الحنبلي ، ( ٣/٥ ) ط مكتبة جمهورية مصر .

(٤) كفاية الأخيار في حل غاية الاختصار للإمام أبي بكر الحسيني الدمشقي الشافعي ، ( ج١ ) .

(٥) الشرح الصغير على أقرب المسالك إلى مذهب الإمام مالك ، للشيخ الدردير ( ٣/٥ ) – ط مكتبة جمهورية مصر .

وعرفها صاحب المعاملات الشرعية المالية بأنها : « خلط النصيبين فصاعدًا ؛ بحيث لا يتميز أحدهما عن الآخر وتطلق على نفس العقد » (١) .

وعرفها من المتأخرين أيضًا صاحب كتاب الشركات في الفقه الإسلامي بأنها : « عقد بين اثنين أو أكثر في عمل تجاري بقصد الربح ، يسهمان فيه بالمال والجهد معًا أو بالعمل فقط دون المال ، أو أن يكون المال من أحدهما والعمل من الآخر ، على أن يكون الربح والخسران بينهما حسب ما يقتضيه العقد أو حسب ما يتفقون عليه » (٢) .

ودليل مشروعيتها الكتاب والسنة والإجماع .

أمَّا الكتاب فلقوله تعالى : ﴿ فَهُمْ شُرَكَآءُ فِي ٱلثُّلُثِۚ ﴾ [النساء: ١٢] ، وقوله تعالى : ﴿ وَإِنَّ كَثِيرًا مِّنَ ٱلْخُلَطَآءِ لَيَبْغِي بَعْضُهُمْ عَلَىٰ بَعْضٍ ﴾ [ص: ٢٤] والخلطاء هم الشركاء ، وقوله تعالى : ﴿ ضَرَبَ ٱللَّهُ مَثَلًا رَّجُلًا فِيهِ شُرَكَآءُ مُتَشَٰكِسُونَ وَرَجُلًا سَلَمًا لِّرَجُلٍ هَلْ يَسْتَوِيَانِ مَثَلًاۚ ٱلْحَمْدُ لِلَّهِۚ بَلْ أَكْثَرُهُمْ لَا يَعْلَمُونَ ﴾ [الزمر: ٢٩] .

وأما السنة الشريفة : فقد جاءت قولًا وتقريرًا بما يفيد جواز الشركة ، ومن الأحاديث الدالة على ذلك ما رواه أبو داود وبسند صحيح عن أبي هريرة ﷺ عن النبي ﷺ قال : قال اللّٰه تعالى : « **أنا ثالث الشريكين ما لم يخن أحدهما صاحبه ، فإذا خانه خرجت من بينهما** » (٣) ، والمراد بذلك أن اللّٰه جلَّ جلاله يضع البركة للشريكين في مالهما ما لم يخن أحدهما صاحبه ، أما قوله تعالى : « **خرجت من بينهما** » أي : نُزعت البركة من مالهما .

وما راوه أبو داود وابن ماجه والنسائي والحاكم وصحَّحه عن السائب أنه قال للنبي ﷺ يوم الفتح : « كنت شريكي في الجاهلية ، فكنت خير شريك لا تداريني ولا تماريني » (٤) .

وأيضًا ما رواه الإمام أحمد والبخاري عن أبي المنهال أن زيد بن أرقم والبراء

---

(١) المرحوم أحمد إبراهيم بك ، المعاملات الشرعية المالية ، المطبعة الفنية بالقاهرة ، ( ١٩٣٦م ) .

(٢) الشيخ عبد الفتاح محمد أبو العينين ، الشركات في الفقه الإسلامي ، دار النهضة العربية .

(٣) بلوغ المرام من أدلة الأحكام ، ابن حجر العسقلاني ، الحديث في باب الشركة والوكالة .

(٤) نيل الأوطار للشوكاني ، مكتبة الدعوة الإسلامية شباب الأزهر ، ( ٥/٢٦٤ ) وقوله في الحديث : « لا تداريني ولا تماريني » أي : لا تمانعني ولا تحاورني ، وانظر أيضًا : بلوغ المرام لابن حجر ، الحديث في باب الشركة والوكالة بلفظ : « مرحبًا بأخي وشريكي » ولم يزد ، وقال : رواه أحمد وأبو داود وابن ماجه .

ابن عازب كانا شريكين فاشتريا فضة بنقد ونسيئة ، فبلغ النبي ﷺ فأمرهم أن ما كان بنقد فأجيزوه وما كان بنسيئة فردوه ، وفي لفظ البخاري : « **ما كان يدًا بيد فخذوه وما كان نسيئة فردوه** » (١) .

وما ورد في الأثر عن حكيم بن حزام صاحب رسول اللّٰه ﷺ أنه كان يشترط على الرجل الذي أعطاه مالًا مقارضة يضرب له به « **أن لا تعجل مالي في كبد رطبة ، ولا تحمله في بحر ، ولا تنزل به بطن مسيل ، فإن فعلت شيئًا من ذلك فقد ضمنت مالي** » رواه الدارقطني وأخرجه البيهقي أيضًا (٢) .

أمَّا الإجماع فقد حكاه جمهرة العلماء إذ كان الناس يتعاملون بالشركة من لدن رسول اللّٰه ﷺ إلى يومنا هذا من غير نكير (٣) .

قال صاحب فتح القدير : ولا شك أن مشروعيتها أظهر ثبوتًا إذ التواتر والتعامل بها من لدن رسول اللّٰه ﷺ وهلم جرًا متصل لا يحتاج فيه لإثبات (٤) .

**التعريف القانوني للشركة :**

تناولت القوانين الوضعية تعريف الشركة ، وكان أهم هذه التعريفات ما ورد في القانون المدني المصري ، والذي اهتدت به القوانين السورية والعراقية ، فجاءت مطابقة له من كل وجه .

تنص المادة ( ٥٠٥ ) من القانون المدني المصري على أن « الشركة عقد بمقتضاه يلتزم شخصان أو أكثر بأن يساهم كل منهم في مشروع مالي بتقديم حصة من مال أو عمل لاقتسام ما قد ينشأ عن هذا المشروع من ربح أو خسارة » .

**اقسام الشركة :**

والشركة في الفقه الإسلامي ضربان : شركة أملاك وشركة عقود ، وقد عرف

---

(١) البخاري بشرح السندي ، كتاب المظالم ، باب الاشتراك في الذهب والفضة وما يكون فيه الصرف ، وكذا نيل الأوطار للشوكاني ، كتاب الشركة والمضاربة ، ( ٥/٢٦٥ ) مكتبة الدعوة ، قال : رواه الدارقطني ورجاله ثقات .

(٢) نيل الأوطار ، المرجع السابق ، ( ص ٢٦٦ ) ، وبلوغ المرام في باب القراض الحديث ، ( ص ٨٥٢ ) .

(٣) المبسوط للسرخسي ، نقلًا عن د. المرزوقي ، مرجع سابق .

(٤) فتح القدير لكمال الدين الهمام ، نقلًا عن د. المرزوقي ، المرجع السابق .

الأحناف شركة الأملاك بأن يمتلك شخصان فأكثر عينًا من غير عقد، وتنقسم شركة الأملاك « الملك » إلى قسمين :

**شركة جبر وشركة اختيار :**

أما شركة الجبر فهي : أن يجتمع شخصان فأكثر في ملك عين قهرًا كما لو ورثا مالًا أو اختلط مال أحدهما بمال الآخر قهرًا ؛ بحيث لا يمكن تمييزها مطلقًا كاختلاط قمح بقمح ، أو يمكن بمشقة وصعوبة كاختلاط شعير بقمح أو أرز بشعير .

وأما شركة الاختيار فهي : أن يجتمعا في ملك عين باختيارهما كما إذا خلط مالهما بالاختيار أو أوصى لهما أحد بمال فقبلاه فإن ذلك كله شركة ملك باختيار الشريكين ، وركن شركة الملك اجتماع النصيبين ، فمتى اجتمع نصيب شخص مع نصيب آخر تحققت شركة الملك (١) .

أما شركة العقود ، فتختلف أنواعها من مذهب إلى لآخر ، وقد أجملها ابن رشد في أربعة أنواع : شركة العنان ، وشركة الأبدان ، وشركة المفاوضة ، وشركة الوجوه ، وواحدة فقط من هذه الأنواع متفق عليها ، وهي شركة العنان ، وإن كانوا قد اختلفوا في بعض شروطها ، والثلاثة مختلف فيها ومختلف في بعض شروطها عند من اتفق منهم عليها (٢) .

ونعرض لمفهوم كل من هذه الشركات دون أن نقحم أنفسنا في تفاصيلها ، فإن ذلك يخرج عن نطاق البحث .

١ - **شركة العنان** : هي اشتراك اثنين أو أكثر بمال لهما على أن يتجرا فيه والربح بينهما ، على أن يتفقا ألا يتصرف أحدهما إلا بإذن صاحبه وذلك أن كل واحد منهما أخذ بعنان صاحبه .

ويرجع البعض سبب التسمية بالعنان إلى أنها مأخوذة من عنان الدابة « الحبل الموجود بالعنق » ذلك أن كلًا من الشركاء شرط على الآخرين ألَّا يفعلوا شيئًا في الشركة إلا بإذنه ومعرفته ، وكأن كلًّا منهم أخذ بعنان صاحبه - أي بناصيته - ألا يفعل شيئًا

---

(١) الفقه على المذاهب الأربعة ، للشيخ عبد الرحمن الجزيري ، ( ٦٣/٣ ) دار الإرشاد للتأليف والطبع .

(٢) بداية المجتهد ونهاية المقتصد ، ابن رشد الحفيد ( ٢٢٢/٢ ) ، دار الكتب الحديثة .

إلا بإذنه وذلك مثل العنان يمنع الدابة [١] ، ويقول صاحب كفاية الأخيار عنها : إن الإجماع منعقد على صحتها وأنها مأخوذة من عنان الدابة لاستواء الشريكين في ولاية الفسخ والتصرف واستحقاق الربح على قدر المال كاستواء طرفي العنان [٢] .

وقد عرف الحنابلة شركة العنان : بأن يشترك اثنان فأكثر بمالين على أن يعملا معًا في تنميتهما والربح بينهما على ما اشترطا عليه ، أو يشترك اثنان فأكثر بماليهما على أن يعمل أحدهما فقط بشرط أن يكون للعامل جزء من الربح أكثر من ربح ماله ليكون الجزء نظير عمله ، فإن شرط له ربحًا قدر ماله فقط فهو أيضًا لا يصح ؛ لأنه عمل في مال الغير بدون أجر [٣] .

٢ - **شركة الأبدان** : وتسمى أيضًا بشركة الصناع أو شركة الأعمال ، وقد عرفها صاحب شرح الأزهار بقوله : « وهي أن يوكل كل من الصانعين الآخر أن يتقبل ويعمل عنه في قدر معلوم مما استؤجر عليه » [٤] .

وعرفها صاحب المغني : « أن يشترك اثنان أو أكثر فيما يكتسبوه بأيديهم كالصناع يشتركون على أن يعملوا في صناعتهم ، فما رزق اللّٰه تعالى فهو بينهم » ، وقد استدل صاحب المغني على جوازها بما رواه أبو داود والأثرم بإسنادهما عن أبي عبيدة بن عبد اللّٰه عن عبد اللّٰه قال : « اشتركنا أنا وسعد وعمار يوم بدر فلم أجئ أنا وعمار بشيء ؛ وجاء سعد بأسيرين » ، ومثل هذا لا يخفى على رسول اللّٰه ﷺ وقد أقرهم عليه [٥] .

وعرفها الأحناف - وتسمى عندهم بشركة الأعمال - : « بأن يتفق صانعان فأكثر كنجارين أو حدادين أو أحدهما نجار والآخر حداد ، على أن يشتركا من غير مال على أن يتقبلا الأعمال ويكون الكسب بينهما ، وحكم هذه الشركة أن يصير كل واحد منهما وكيلًا عن صاحبه في تقبل الأعمال فهذا جائز ؛ سواء كان الوكيل يحسن مباشرة العمل أو لا [٦] .

---

(١) مركز الاقتصاد الإسلامي للمصرف الإسلامي الدولي ، بحث عن التمويل بالمشاركة .

(٢) كفاية الأخيار ، مرجع سابق ، ( ص ٢٨١ ) .

(٣) الجزيري ، الفقه على المذاهب الأربعة ، مرجع سابق ، ( ٣/٧٥ ) .

(٤) نقلًا عن الشيخ عبد الفتاح أبو العينين ، الشركات في الفقه الإسلامي ، ( ص ٣٠ ) .

(٥) المغني لابن قدامة ، مرجع سابق ، والحديث رواه ابن حجر العسقلاني في بلوغ المرام ، باب الشركة والوكالة .

(٦) الجزيري ، مرجع سابق ، ( ص ٦٨ ) .

٣ - **شركة المفاوضة** : المفاوضة لغة : المساواة وقد سمي هذا العقد بها لاشتراط المساواة فيه من جميع الوجوه [١] ، فالفوض هو المساواة ، وقيل : هي مشتقة من التفويض ؛ لأن كل واحد من الشريكين فوض لصاحبه التصرف في ماله ، ولذلك اختلف مفهوم هذه الصورة من العقود عند الأحناف عنه عند المالكية .

ولما كان كل نوع من الأنواع الثلاثة لشركة العقود -عند الأحناف - وهي المال والأبدان والوجوه ينقسم إلى قسمين : مفاوضة وعنان ، لذلك نكتفي بتعريف الأحناف للمفاوضة في المال .

شركة المفاوضة في المال : هي تعاقد اثنين فأكثر على أن يشتركا في عمل بشرط أن يكونا متساويين في مالهما وتصرفهما وملتهما ، ويكون كل واحد منهما كفيلًا عن الآخر فيما يجب عليه من شراء أو بيع كما أنه وكيل عنه فيما له ، فلا يصح أن يكون مال أحد الشريكين مفاوضة أقل من مال صاحبه ، فلا يصح أن يملك أحدهما ألف جنيه ويملك الآخر خمسمائة [٢] .

وقد ذكر الإمام الشافعي في الأم أنه لا يعرف أن شيئًا يكون باطلًا إن لم تكن شركة المفاوضة باطلة إلا أن يكونا شريكين يعدان المفاوضة خلط المال والعمل فيه واقتسام الربح فيه ؛ فهذا لا بأس به ، وما رزق أحدهما من غير هذا المال الذي اشتركا فيه من تجارة أو إجارة أو كنز أو هبة أو غير ذلك فهو له دون صاحبه ، وإن زعما أن المفاوضة عندهما بأن يكونا شريكين في كل ما أفادا بوجه من الوجوه بسبب المال وغيره ؛ فالشركة بينهما فاسدة ، ولا أعرف القمار إلا في هذا ، أو أقل منه أن يشترك الرجلان بمائتي درهم فيجد أحدهما كنزًا فيكون بينهما ، أرأيت لو تشارطا على هذا من غير أن يتخالطا بمال أكان يجوز ؟ أو رأيت رجلًا وهب له هبة أو أجر نفسه في عمل فأفاد مالًا من عمل أو هبة أيكون الآخر له شريكًا فيه [٣] ؟

بينما عرفها المالكية : « بأن يفوض - من التفويض - كل واحد من الشريكين إلى صاحبه التصرف في ماله في غيبته وحضوره » [٤] ، وقال ابن رشد : « وقال بعضهم

(١) شرح الأزهار ( ٣٥٤/٣ ) نقلًا عن الأستاذ عبد الفتاح أبو العينين .
(٢) الجزيري ، الفقه على المذاهب الأربعة ، مرجع سابق ، ( ص ٦٧ ) .
(٣) الأم ، الإمام الشافعي ، طبعة بولاق ، ( ٢٠٦/٣ ) .
(٤) ابن رشد ، بداية المجتهد ونهاية المقتصد ، مرجع سابق ( ٣٢٦/٢ ) .

بأنها اشتراك اثنين فأكثر في الاتجار بمالين على أن يكون لكل منهما نصيب من الربح بقدر رأسماله بدون تفاوت ، وأن يطلق كل من الشركاء حرية التصرف في الآخر في البيع والشراء والكراء والاكتراء ، وأن يشتري ويبيع في غيبته وحضوره ، سواء اتفقا على أن يتجرا في نوع واحد كالقمح أو الشعير أو في جميع الأنواع » (١) .

ويرى الشيخ عبد الفتاح أبو العينين أن هذه الشركة تعتبر متعذرة الوقوع إن لم تكن مستحيلة ، وأنها إذا وقعت لا تلبث أن تنهار لأبسط الأمور ؛ بينما يرى الشيخ الخياط أن استبعاد استمرارها - أي الشركات - لا يمنع من شرعيتها وأن ما يقل وقوعه لا يمنع وجوده (٢) .

٤ - **شركة الوجوه** : عرفها الأحناف بقولهم : « أن يشتركا ولا مال لهما على أن يشتركا بوجوههما ويبيعا والربح بينهما » (٣) .

ويعرفها الأحناف أيضًا : « بأن يشترك اثنان ليس لهما مال ولكن لهما وجاهة عند الناس توجب الثقة بهما ؛ على أن يشتريا تجارة بثمن مؤجل وما يربحانه يكون بينهما » (٤) .

وعرفها صاحب المغني بأنها : « أن يشترك اثنان فيما يشتريان بجاههما وثقة التجار بهما ، من غير أن يكون لهما رأس مال » (٥) .

بينما عرفها صاحب فقه السنة : « أن يشتري اثنان فأكثر دون أن يكون لهم رأس مال اعتمادًا على جاههم وثقة التجار بهم ، على أن تكون الشركة بينهم في الربح ؛ فهي شركة على الذمم من غير صنعة ولا مال ، وهي جائزة عند الحنفية والحنابلة ؛ لأنها عمل من الأعمال فيجوز أن تنعقد عليه الشركة ويصبح تفاوت ملكيتهما في الشيء المشترى ، وأمَّا الربح فيكون بينهما على قدر نصيب كل منهما في الملك ، وقد أبطلها الشافعية والمالكية ؛ لأن الشركة إنما تتعلق بالمال أو العمل وهما هنا غير موجودين » (٦) .

---

(١) عبد العزيز الخياط ، الشركات في الشريعة الإسلامية ( ٢/ ٣٠ ) مؤسسة الرسالة ، بيروت .
(٢) مجمع الأنهر نقلًا عن الشيخ : أبو العينين ، ( ص ٢٦ ) .
(٣) المرجع السابق ، ( ص ٤٣ ) . (٤) الجزيري ، مرجع سابق ( ٣/ ٦٨ ) .
(٥) المغني ، لابن قدامة ، ( ٥/ ١٤ ) .
(٦) الشيخ السيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ، ( ١٣/ ١٩٤ ، ١٩٥ ) .

**حكم شركات العقود :**

- أجاز الأحناف كل نوع من أنواع الشركات السابقة متى توفر فيها الشروط التي ذكروها .

- بينما أجاز المالكية كل الشركات ما عدا شركة الوجوه .

- أجاز الحنابلة جميع هذه الشركات عدا شركة المفاوضة .

- جميع هذه الشركات باطلة عند الشافعية باستثناء شركة العنان [١] .

**ويستفاد مما تقدم أن :**

شركة العنان : انعقد الإجماع على صحتها .

شركة الأبدان : جائزة عند مالك وأبي حنيفة وأحمد ، وباطلة عند الشافعي .

شركة المفاوضة : جائزة عند مالك وأبي حنيفة ، وباطلة عند الشافعي وأحمد.

شركة الوجوه : جائزة عند أبي حنيفة وأحمد ، وباطلة عند مالك والشافعي .

**الشركة الصحيحة عند الفقهاء :**

روى ابن المنذر أنهم قد أجمعوا على أن الشركة الصحيحة أن يخرج كل واحد من الشريكين مالًا مثل صاحبه دنانير أو دراهم ، ثم يخلطان ذلك حتى يصير مالًا واحدًا لا يتميز على أن يبيعا ويشتريا ما رأيا من التجارات ، على أن ما كان فيه من فضل فلهما ، وما كان من نقص فعليهما ، فإذا فعلا ذلك صحت الشركة [٢] .

وأجمعوا على أنه ليس لأحد منهما أن يبيع ويشتري دون صاحبه إلا أن يجعل كل واحد منهما لصاحبه أن يتحرى في ذلك بما يرى ، فإن فعلا قام كل واحد منهما مقام صاحبه ، وانفرد بالبيع والشراء حتى ينهاه صاحبه [٣] .

---

(١) المرجع السابق ، ( ص ١٩٢ ) .

(٢) الإجماع للإمام ابن المنذر ، دار الدعوة ، الطبعة الثالثة ، ( ١٤٠٢هـ ) ، ( ص ٩٥ ) .

(٣) الإجماع للإمام ابن المنذر ، ( ص ٩٥ ) ، مرجع سابق ، وكذا بداية المجتهد ونهاية المقتصد ، ( ٢/٣٢٥ ، ٣٢٦ ) .

## المَطْلَبُ الثَّانِي : شركة المساهمة وموقف الفقهاء المعاصرين منها:

### أولًا : تعريف شركة المساهمة (*) :

عرفتها المادة الثانية من قانون شركات المساهمة في مصر رقم ( ١٥٩ ) لسنة ( ١٩٨١م ) بأنها : « هي الشركة التي ينقسم رأس مالها إلى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول ، ولا يكون كل شريك فيها مسؤولًا عن ديون الشركة إلا بقدر ما يملكه من أسهم ، ولا تقترن باسم أحد الشركاء ، وإنما يكون لها اسم يشتق من الغرض من إنشائها » (١) .

بينما يمكن تعريفها وفقًا لنص المادة ( ٦٣ ) من قانون الشركات التجارية الكويتي والمادة ( ٧٣ ) من القانون الفرنسي : « بأنها الشركة التي تتألف من عدد من الأشخاص يكتتبون فيها بأسهم قابلة للتداول ، ولا يكونون مسؤولين عن التزامات الشركة إلا بمقدار القيمة الاسمية لما اكتتبوا به من أسهمها » (٢) .

بينما يعرفها القانون الألماني : « بأنها الشركة التي تتمتع بالشخصية القانونية ، وتكون ذمتها هي وحدها ضمان الدائنين لالتزامات الشركة » (٣) .

وفي نفس المعنى للتعريفين السابقين كان تعريف شركة المساهمة في المادة ( ٣٠ ) من قانون الشركات التجارية العراقي ، والمادة ( ٨٨ ) من قانون التجارة السوري ، والمادة ( ٧٧ ) من قانون التجارة اللبناني ، والمادة ( ٤٨ ) من القانون السعودي .

### خصائص شركة المساهمة :

ويستفاد من تعريف شركة المساهمة « في القانون المصري » أن الخصائص الرئيسية لشركة المساهمة التي تميزها عن غيرها من الشركات هي :

١ - أن رأس مال شركة المساهمة ينقسم إلى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول .

٢ - أن كل شريك لا يكون مسؤولًا عن ديون الشركة إلا بقدر ما يملكه من أسهم ،

---

( * ) انظر الملحق رقم ( ٦ ) ، ( نماذج لصكوك الأسهم ) .

(١) د. مصطفى كمال طه ، القانون التجاري ، ( ط٨٢ ) ، مؤسسة الثقافة الجامعية .

(٢) د. صرخوة ، مرجع سابق ، رسالة دكتوراه منشورة ، ( ص ٢١ ) .

(٣) د. أبو زيد رضوان ، شركات المساهمة ، مرجع سابق ، ( ص ٢٤ ) .

كما أنه لا يكتسب صفة التاجر لمجرد دخوله في الشركة خلافًا للشركاء المتضامنين في شركات التضامن والتوصية الذين يعتبرون تجارًا ، ويسألون عن ديون الشركة في أموالهم الخاصة « وهو ما يعني أن لشركة المساهمة ذمة مالية مستقلة عن ذمة الشركاء » .

٣ - يتفرع عن البند السابق أن إفلاس شركة المساهمة لا يترتب عليه إفلاس الشركاء فيها .

٤ - لا تُعَنْوَنْ شركة المساهمة باسم الشركاء ولا باسم أحدهم ؛ وذلك لأن شخصية الشريك ليس لها أدنى اعتبار في تكوينها ؛ ولذلك يطلق عليها البعض الشركات المغفلة لكونها عارية من العنوان ، والشركاء فيها مجهولون ؛ بل ولا يعرف بعضهم بعضًا .

هذا ، بينما يلزم في جميع الأحوال أن يتبع اسم الشركة - أينما ورد - عبارة : « شركة مساهمة » ؛ لإبراز طبيعتها القانونية .

٥ - لشركة المساهمة مجلس إدارة مفوض في إدارتها يقوم بتصريف جميع شؤون الشركة ، ويتولى إدارتها ، ويخضع هذا المجلس لإشراف الجمعية العامة العادية للمساهمين التي تنعقد مرة على الأقل في السنة ، والتي تناقش المركز المالي للشركة ونتائج الأعمال ، وتناقش السلبيات ، وتقرير مراقبي الحسابات ، وتنتخب أعضاء مجلس الإدارة ، وتراقب أعماله والنظر في عزل أعضائه إذا اقتضى الأمر ذلك ، والمصادقة على الميزانية والحسابات الختامية ، والموافقة على الأرباح (١) .

**تأسيس شركة المساهمة ودور المؤسسين :**

يتطلب تأسيس شركة المساهمة إجراءات مختلفة يقوم بها أشخاص يسمون بالمؤسسين وتنحصر هذه الإجراءات في تحرير العقد الابتدائي ، ونظام الشركة والاكتتاب في رأس المال ، والوفاء بقيمة الأسهم ودعوة الجمعية التأسيسية لتقييم الحصص العينية والتصديق على نظام الشركة .

وقد عرضنا في الفصل الأول لنشرة الاكتتاب بشيء من الإسهاب من خلال تناولنا للسوق الأولية ، وهو ما يغني عن التصدي لها في هذا الموضوع .

صفة المؤسس : عرَّفت المادة ( ٧ ) من القانون المصري رقم ( ١٥٩ ) لسنة ( ٨١ )

---

(١) د. مصطفى كمال طه ، القانون التجاري ، مرجع سابق ، ( ص ١٧ ) .

المؤسس بأنه : كل من يشترك اشتراكًا فعليًا في تأسيس الشركة بنية تحمل المسؤولية الناشئة عن ذلك .

وإبرازًا لشخصية المؤسس نصت المادة السابعة أيضًا من القانون سالف الذكر على أنه : يعتبر مؤسسًا على وجه الخصوص كل من وقع العقد الابتدائي ، أو طلب الترخيص في تأسيس الشركة ، أو قدم حصة عينية عند تأسيسها ، وقد نصت المادة الثامنة من نفس القانون على أنه لا يجوز أن يقل عدد الشركاء المؤسسين في شركات المساهمة عن ثلاثة .

ولم يحدد هذا القانون حدًا أدنى لعدد الأسهم التي يكتتب فيها المؤسس ؛ ومن ثم يجوز أن يكتتب كل منهم بسهم واحد ، وإن كان الغالب أن يكون المؤسسون من كبار المساهمين [1] .

ومن قبيل حماية المستثمرين من الوقوع في شباك الغدر والاحتيال والغش والخداع من قبل بعض المحتالين ، قضت المادة السابقة أيضًا بأن يسري على المؤسس حكم المادة ( ٨٩ ) من القانون ، المتعلقة بشروط العضوية في مجلس إدارة شركة المساهمة ؛ ومن ثم لا يجوز أن يكون مؤسسًا للشركة من حكم عليه بعقوبة جناية أو جنحة عن سرقة أو نصب أو خيانة أمانة أو تزوير أو تفالس أو بإحدى العقوبات المنصوص عليها في المواد ( ١٦٢ ، ١٦٣ ، ١٦٤ ) من القانون [2] .

**موقف الفقهاء المعاصرين من شركة المساهمة :**

اختلفت مواقف الفقهاء المعاصرين من شركة المساهمة ؛ ففريق أباحها مطلقًا وفريق قيد الإباحة بالخلو من الربا إلا لضرورة ، وفريق قيد الإباحة بالخلو من الربا وعدم تعامل الشركة في محرم ، وفريق حرمها .

ونخلص من ذلك أن الفقهاء على تفاوت بينهم في الشروط قد ذهبوا في هذه المسألة مذهبان : أحدهما بالإباحة ، والآخر بالتحريم .

ونعرض فيما يلي وبشيء من الإسهاب والتفصيل لآراء المجوِّزين وآراء المحرِّمين :

---

(١) مصطفى كمال طه ، مرجع سابق ، ( ص ٢٢ ) .

(٢) المرجع السابق ، ( ص ٢٣ ) .

**أولًا : المبيحون :**

**١ - المبيحون مطلقًا :**

يرى الشيخ عبد الوهاب خلّاف أن اشتراط الفقهاء لصحة عقد الشركة ألا يكون لأحد الشركاء نصيب معين ، اشتراط لا دليل عليه من كتاب أو سنة ، ويستند إلى مقولة منسوبة للإمام محمد عبده : « أن الربا المخرب للبيوت لا يدخل في المعاملة التي تبنى على أساس تعامل فرد مع الآخرين بأن يعطي إنسان لآخر أو لآخرين ما لا يستغله ويجعل من كسبه حظًا معينًا ؛ لأن هذه المعاملة نافعة للعامل ولصاحب المال معًا ، والربا ضار بواحد بلا ذنب ونافع لآخر بلا عمل ، فلا يمكن أن يكون حكمهما في عدل الله واحد » (١) .

**٢ - فريق قيد الإباحة بالخلو من الربا إلا لضرورة :**

أ - ذهب الشيخ شلتوت - عليه رحمة الله - إلى أن الفقهاء كانت لهم مشارب مختلفة وآراء متعددة ، ورأى كثير منهم أن الحرمة فيما يحرمون تتناول المقرض والمقترض ، وأضاف أنه يعتقد أن ضرورة المقترض وحاجته مما يرفع عنه إثم ذلك التعامل ، واستشهد بقول الله تعالى : ﴿ وَقَدْ فَصَّلَ لَكُم مَّا حَرَّمَ عَلَيْكُمْ إِلَّا مَا ٱضْطُرِرْتُمْ إِلَيْهِ ﴾ [الأنعام: ١١٩] . وأضاف أن الحكومة تشتد حاجتها إلى مصالح الأمة العامة وإلى ما تعد به العدة لمكافحة الأعداء المغيرين ، والتجار تشتد حاجتهم إلى ما يستوردون به البضائع التي تحتاجها الأمة ، إلا أن الشيخ شلتوت رحمه الله راح يؤكد بعد ذلك أن السندات لا يبيحها الإسلام إلا حيث دعت إليها الضرورة الواضحة ، واشترط أن يكون تقدير الحاجة والمصلحة مما يؤخذ من « أولي الرأي » من المؤمنين القانونيين والاقتصاديين الشرعيين (٢) .

ب - أمَّا الدكتور محمد يوسف موسى فلا يرتاب في جواز المساهمة في الشركات بملكية عدد أسهمها لتوافر الشروط الشرعية فيها لصحتها ؛ لأن لها حصتها من الربح ، وعليها نصيبها من الخسارة ؛ فالربح - كما أشار الشيخ - تارة يستحق بالعمل ، وتارة

---

(١) مجلة لواء الإسلام ، العدد الثاني ، سنة ( ١٩٥١م ) المجلد الرابع ، نقلًا عن د. عبد العزيز الخياط ، مرجع سابق ، ( ٢/١٥٦ ) .

(٢) الفتاوى للشيخ شلتوت ، ( ص ٣٥٥ ) ، دار الشروق .

يستحق بالمال ، ولا شيء من الربا وشبهته في هذه العملية ، إنما الكلام عنده في السندات التي تصدرها الشركات بفائدة ثابتة .. فإن لم يكن هذا ممكنًا ( أي المساهمة ) وكان من الضروري أن تظل الشركات قائمة بأعمالها التي لا غنى للأمة عنها ، كان لها شرعًا إصدار سندات بفائدة مضمونة تدفع من الأرباح التي لا شك في الحصول عليها من المشروع ، ما دام لا وسيلة غير هذا تضمن لها البقاء ، وما دام وجودها وبقاؤها ضروريًا للأمة [(١)] .

**٣ - الفريق الثالث :**

قيد إباحة شركة المساهمة بالخلو من الربا وعدم تعاملها في محرم .

أ - فالشيخ علي الخفيف - عليه رحمة الله - يرى إباحة جميع الشركات القانونية ما دامت تحمل معنى الشركة ، ويرى أنه يمكن إدماجها في الشركات الفقهية ، ولا عبرة باختلاف الأحكام ما دام ذلك لا يتعارض مع أصل من أصول الدين الكلية ، فيقول : ومما تقدم يرى أن جميع أنواع الشركات القانونية يمكن إدماجها في الشركات الفقهية على الوجه الذي بيَّناه ، عدا ما أشرنا إليه من وجود حالات ينعدم فيها وصف الاشتراك الذي يقوم عليه كيان الشركة كما في بعض حالات المحاصة ، أمَّا اختلاف الأحكام ، فيرجع إلى مقتضيات التطور ، وما تتطلبه مصلحة الناس وهي أحكام مقبولة شرعًا متى كانت لا تتعارض مع أصل من أصول الدين الكلية ، ويقول في تخريج هذه الشركة أو في تكييفها الشرعي : « والعمل في مالها يكون عادة لغير أرباب الأموال فيها ، ولذلك فهي تعد من قبيل القراض في هذه الحالة » [(٢)] .

ب - ومن أنصار هذا الرأي أيضًا د. عبد العزيز الخياط ود. المرزوقي ، أما الدكتور عبد العزيز الخياط فقد اتجه اتجاهًا متميزًا عند إدلائه بدلوه في مسألة شركات المساهمة ؛ فقد فصل بين هذه الشركة ككيان تنظيمي وقانوني ، وبين الأدوات التي تتعامل فيها أو تصدرها ؛ معتبرًا ذلك من قبيل التصرفات ، أمَّا من حيث الشركة ككيان قانوني

---

( ١ ) الإسلام ومشكلاتنا الحاضرة للدكتور محمد يوسف موسى نقلًا عن :

أ - د. المرزوقي ، شركة المساهمة في النظام السعودي .

ب - الاستثمار المصرفي ، شركات المساهمة في التشريع الإسلامي ، أمين مدني ، ( ص ١٣٢ ، ١٣٣ ) .

(٢) الشركات في الفقه الإسلامي للشيخ علي الخفيف ( ص ٩٥ ) نقلًا عن د. الخياط ، مرجع سابق ، ( ٢/ ١٤٨ ) ، د. المرزوقي ، رسالة ، مرجع سابق ، ( ص ٣١٠ ) .

وتنظيمي فقال : تتحقق في هذه الشركة ما اعتبره القانون أركانًا واعتبره الشرع أركانًا أو شروطًا أو أجازه ، وقال : إن شركة المساهمة تنطبق عليها قواعد شركة العنان من شركات الأموال في الفقه الإسلامي ، وفصل ذلك بقوله : فتقديم الحصة بالأسهم ، واشتراك المساهم في الجمعية العامة للشركة ، وممارسة حقه الذي يعطيه له النظام العام ، واختلاط الأموال وثبوت الشركة بهذا الاختلاط أو بالشراء أو بالبيع أو بالتصرف بمال الشركة في حدود أغراضها المشروعة وقيام مجلس الإدارة أو المدير الشريك بالتصرف في أمور الشركة بالوكالة عن بقية الشركاء .. كل هذا - والرأي ما زال للدكتور الخياط - ينطبق عليه القواعد الشرعية في شركة العنان وغيرها .

هذا ، وقد أفصح د. عبد العزيز الخياط عن اتجاهه في الفصل بين الشركة ككيان تنظيمي له أركانه وشروطه ، وبين أسلوب هذه الشركات في توظيف أموالها والأدوات التي تستخدمها من خلال تجويزه لشركة التأمين باعتبارها شركة مساهمة ، مشيرًا إلى أن هناك فرق بين شركة التأمين والتأمين ذاته ، وأنه ينطبق على شركة التأمين باعتبارها شركة مساهمة ما سبق أن قررناه بشأن شركة المساهمة من جوازها في مجملها على التفصيل الذي بيَّناه في الأسهم والسندات وبقية ما يتعلق بها [١] .

ج - وذهب د. صالح المرزوقي صاحب رسالة : « شركات المساهمة في النظام السعودي » إلى أن شركة المساهمة الخالية من الربا والشروط المحرمة جائزة شرعًا ، وتنطبق عليها قواعد شركة العنان ، وأضاف قائلًا : « وهي إما شركة عنان بحتة ، وإما عنان ومضاربة » .

وفصل ذلك بقوله : إمَّا أنها شركة عنان ، فلا نطابق شركة العنان عليها ؛ فقد عرفها ابن قدامة بأنها : « أن يشترك اثنان بماليهما ، ليعملا فيه ببدنيهما » والصحيح من مذهب الحنابلة جواز أن يعمل فيه أحدهما [٢] ، وشركة المساهمة مثلهما . فإن اشترطت مساهمة أعضاء مجلس الإدارة وأخذ أعضاء المجلس مكافأة نسبة من الربح كانت عنانًا

---

(١) د. عبد العزيز الخياط ، مرجع سابق ، ( ٢/٢٠٦ - ٢٤٢ ) ، والجدير بالذكر أن د. الخياط لم يجز الأسهم الممتازة ولا الأسهم لحاملها ولا السندات ، والتي قال عنها ( ص ٢٢٧ ) من المرجع السابق : « إذا عرضنا السندات ذات الفائدة على قواعد الشرع في الشركات نجدها تحكم بعدم جوازها وبطلانها » .

(٢) د. صالح بن زابن المرزوقي ، شركة المساهمة في النظام السعودي ، مرجع سابق ، ( ص ٢٩٩ - ٣٠٥ ) .

ومضاربة ؛ لأن مجلس الإدارة سيتكفل بالعمل في مقابل نصيب من الربح ، واستدل على ذلك بما جاء في المغني : إن اشترك مالان وبدن صاحب أحدهما فذلك جائز ، وإن قلنا أن مجلس الإدارة يأخذ أجرة أو مكافأة ولا يكون مساهمًا ، تكون شركة عنان بحتة ؛ لأن مجلس الإدارة حينئذ يعمل بالوكالة عن جميع الشركاء والوكالة بالأجر جائزة .

إذ تبين هذا فالدليل الذي شرعت به شركة العنان ، وشركة المضاربة ، هو الدليل على مشروعية شركة المساهمة ، وقد ذكر د. المرزوقي في موضع آخر أن قوله بجواز شركة المساهمة وانطباقها على شركة العنان أو العنان والمضاربة لا يعني جواز كل ما فيها ؛ فالسندات المشتملة على الفوائد الربوية حرام ، لا تجوز شرعًا بكل حال ، فنفرق في الحكم بين ما هو داخل في صلب تكوين الشركة وأساسي في انعقادها ، فلا تنعقد بعدمه أو فساده مثل اختلال أركان الشركة أو شروط عقدها كنقص الأهلية أو عدم مشروعية السبب ؛ لأن ذلك يمنع وجودها شرعًا ، وبين ما هو من معاملاتها كالتعامل بالربا أو إصدار السندات بالفوائد الربوية ؛ فهذا أمر خارج عن هيئة الشركة .

د - ويقول الشيخ الخالصي - عليه رحمة الله - : ومن نظر إلى القواعد المقررة في الشرع وهي قوله تعالى : ﴿ أَوْفُوا بِالْعُقُودِ ﴾ [المائدة : ١] ، وقوله تعالى : ﴿ إِلَّا أَن تَكُونَ تِجَارَةً عَن تَرَاضٍ مِّنكُمْ ﴾ [النساء : ٢٩] ، وقوله ﷺ : « **المسلمون عند شروطهم** »[(١)] ، علم أن التشريع الإسلامي يتسع لجميع أنواع الشركات الموجودة في العالم ، ولما لم يوجد منها بعد مما سيحتاج إليه أهل الأرض في الأزمنة الآتية ، وأن الأصول التي بني عليها الاقتصاد السياسي في الإسلام تنبت من شجرة أصلها ثابت وفرعها في السماء تؤتي أكلها كل حين بإذن ربها إلى قيام الساعة ، ومنها فروع الشركات التي لا تحصى ، وكل منها يأتي بثمر شهي يطغي الغلة ويزيح العلة ، ويجلب المصلحة وينفي المفسدة ، فلا حاجة إلى الأخذ من قوانين الفرنجة في وضع الشركات ولا من لغتهم في وضع الأسماء ، وشرها وأضرها الشركات المشتملة على الربا ، والمصارف الربوية ، هي التي

---

(١) الحديث : « المسلمون عند شروطهم إلا شرطًا حرم حلالًا أو أحل حرامًا » رواه الترمذي عن عمرو ابن عوف وصححه ابن حبان من حديث أبي هريرة رضي الله تعالى عنه ، انظر : بلوغ المرام لابن حجر ، باب الصلح ، مرجع سابق .

حرمها اللّٰه تعالى في جملة ما حرم من الربا [١] .

**ثانيًا : المحرمون :**

يرى الشيخ تقي الدين النبهاني أن الشركات الحديثة ولا سيما شركات الأموال لا تجوز شرعًا وأنه لا يصح الأخذ بها ولا إخضاعها لقواعد الشركات ولا تخريج أحكامها على الأساس الفقهي ، ويرى أنها من الشركات الباطلة شرعًا ، ومن المعاملات التي لا يجوز للمسلم أن يقوم بها [٢] .

ويقول د. عيسى عبده : « لا علم لنا بأن الفقه الإسلامي يعترف بهذا النوع من الشركات » [٣] ، ويرى أن شركة المساهمة ليست عقدًا بل تتم بإرادة منفردة .

**- حجج من قال بالتحريم :**

يدل تعريف شركة المساهمة على أنها شركة باطلة لعدم استيفائها للشروط التي تنعقد بها الشركة وذلك على الوجه التالي :

١ - شركة المساهمة ليست عقدًا بين شخصين أو أكثر حسب أحكام الشرع الإسلامي ؛ لأن العقد شرعًا هو إيجاب وقبول بين طرفين ، واتفاق المؤسسين لا يعتبر إيجابًا ولا قبولًا ؛ بل هو تفاوض واتفاق على الشروط فقط ، والاشتراك بالسهم ضرب من ضروب التصرف بإرادة منفردة ، ومعنى ذلك أنه يكفي الشخص أن يشتري الأسهم ليصبح شريكًا رضي باقي الشركاء أم لم يرضوا ، وعقد الشركة بالإرادة الواحدة باطلًا شرعًا ؛ لأنه التزام بالمساهمة في مشروع مالي من جانب واحد مهما تعدد الملتزمون [٤] .

ويقول د. عيسى عبده : المساهمة في حقيقتها - ولا نقول شركة المساهمة - هي منظمة مالية يلتحق بها من يشاء بإرادته المنفردة حين يكتتب في الأسهم ، أو حين يشتريها

---

(١) الإسلام سبيل السعادة والسلام ، ( ص ٢٠٨ ) ، مطبعة المعارف ببغداد ، سنة ( ١٣٧٢هـ ) نقلًا عن د. عبد العزيز الخياط ، مرجع سابق ، ( ٢/١٥٩ ) .

(٢) النظام الاقتصادي في الإسلام للشيخ تقي الدين النبهاني ، ( ص ١٣٣ ) ، عن د. المرزوقي ، مرجع سابق ، ( ص ٣١٩ ) .

(٣) العقود الشرعية ، د. عيسى عبده ، ( ص ١٨ ، ١٩ ) نقلًا عن د. المرزوقي ، ( ص ٣١٩ ) .

(٤) النظام الاقتصادي في الإسلام ، الشيخ النبهاني ، ( ص ١٣٤ ) نقلًا عن د. المرزوقي ، مرجع سابق ، ( ص ٣٢٠ ) .

من سوق الأوراق المالية فيكون مساهمًا ، ومن حقه أيضًا أن يبيع الأسهم بإرادته المنفردة فيخرج من جماعة المساهمين بغير إذنهم ، بل بغير علمهم ، وما هكذا الشركات ، ثم يضيف ، ولا علم لنا بأن الفقه الإسلامي يعترف بهذا النوع من الشركات [١] .

٢ - الشركة في الإسلام يشترط فيها وجود البدن ، أي الشخص المتصرف وإذا لم يوجد البدن لم تنعقد الشركة وشركة المساهمة لا يوجد فيها بدن مطلقًا [٢] ، وتفصيل ذلك عنده : أن للشركة شخصية معنوية ولهذه الشركة وحدها حق التصرفات الشرعية من بيع وشراء وغير ذلك، ولا يملك الشركاء أي تصرف وإنما التصرف خاص بشخصية الشركة ، والشركة في الإسلام يصدر فيها التصرف عن الشركاء فقط ، وعلى ذلك تكون التصرفات التي تحصل من الشركة بوصفها شخصية معنوية باطلة شرعًا .

٣ - لا يقال أن الذي باشر العمل في الشركة هم العمال ، وهم أجراء لأصحاب الأموال ، وأن الذي يباشر الإدارة والتصرفات هو المدير ومجلس الإدارة ، وهم وكلاء عن المساهمين ؛ لأن الشريك متعين ذاتًا في الشركة فلا يجوز له أن يكل أحدًا عنه ولا أن يستأجر أحدًا عنه ليقوم بأعمال الشركة ؛ بل يتعين أن يقوم بنفسه في أعمال الشركة ، ومجلس الإدارة ليس وكيلًا عن أشخاص المساهمين وإنما هو وكيل عن أموالهم ؛ بدليل أن أصوات الانتخابات هي التي تعتبر في التوكيل وهي حسب الأموال لا حسب الأشخاص [٣] .

٤ - أن كون الشركة دائمة يخالف الشرع ؛ فالشركة من العقود الجائزة شرعًا تبطل بالموت أو الحجر ، أو الجنون أو الفسخ من أحد الشركاء ، واستمرارها مع وجود مثل هذه الحالات يعتبر باطلًا [٤] .

## المَطْلَبُ الثَّالِثُ : مناقشة حجج المبيحين والمحرمين لشركة المساهمة :

### التعقيب على من أباح مطلقًا :

أما من أباح شركة المساهمة مطلقًا رغم أن أكثرها يتعامل بالربا أخذًا وعطاءً ومنها

---

(١) العقود الشرعية للدكتور عيسى عبده ، ( ص ١٨ ، ١٩ ) ، نقلًا عن د. المرزوقي ، مرجع سابق .

(٢) المرجع السابق .

(٣) النظام الاقتصادي في الإسلام للشيخ تقي الدين النبهاني ، ( ص ١٣٩ ، ١٤٠ ) ، نقلًا عن المرزوقي .

(٤) المرجع السابق ، ( ص ١٤٠ ) .

ما يتعامل في المحرمات بيعًا وشراءً ، فقد أحل حرامًا ، وأفتى على غير مقتضى الشرع ؛ فمن رأى من هؤلاء المجوزين أن اشتراط الفقهاء أن لا يكون لأحد من الشركاء نصيب معين ، اشتراط لا دليل عليه ، فمردود عليه بأن عدم العلم بالدليل لا ينفي وجوده ، وأن الأدلة من الكتاب والسنة في هذه المسألة قطعية الدلالة والثبوت وإن لم يذكروها ، وليقرأ من شاء قوله تعالى : ﴿ وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ مَّاذَا تَكْسِبُ غَدًا ﴾ [لقمان : ٣٤] ، قال ابن كثير : « قال الشعبي عن مسروق عن عائشة ﵂ أنها قالت : « من حدثك أنه يعلم ما في غده فقد كذب » ثم قرأت : ﴿ وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ مَّاذَا تَكْسِبُ غَدًا ﴾ [لقمان : ٣٤] [(١)] .

وقال صاحب الظلال : ﴿ وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ مَّاذَا تَكْسِبُ غَدًا ﴾ ، قال : « ماذا تكسب من خير وشر ، ومن نفع وضر ، ومن يسر وعسر ، وكل ما تصيبه النفس في الغداة فهو غيب مطلق عليه الأستار ، والنفس الإنسانية تقف أمام سدف الغيب لا تملك أن ترى شيئًا من وراء الأستار » [(٢)] ، أمّا الإمام النسفي فقال : « ماذا تكسب غدًا من خير أو شر ، وربما كانت عازمة على خير فعملت شرًا ، وعازمة على شر فعملت خيرًا » [(٣)] ؛ فهذا بنص الكتاب ، ثم نسأل هؤلاء كيف يتصور أن يكون بوسع أحد أن يحدد نصيبًا مما كان مجهولًا ، بنص الكتاب ، أو أن يعين سهمًا مما ليس متعينًا ولا معلومًا إلا أن يكون ذلك بنسبة شائعة كالربع أو الثلث أو النصف مما يفيض به الله على من يشاء » .

ولا ريب أن حصول صاحب المال على ربح لم يتبين حصوله هو بمثابة أكل لأموال الناس بالباطل ، ولهذا ذهب الإمام مالك في موطأه إلى القول في رجل دفع إلى رجل مالًا قراضًا واشترط فيه شيئًا من الربح خالصًا دون صاحبه « إن ذلك لا يصلح وإن كان درهمًا واحدًا إلا أن يشترط نصف الربح له ونصفه لصاحبه أو ثلثه أو ربعه أو أقل من ذلك أو أكثر ، فإذا سمي شيئًا من ذلك قليلًا أو كثيرًا ، فإن كل شيء سمي من ذلك حلال وهو قراض من المسلمين ، قال : ولكن إن اشترط له درهمًا واحدًا فما فوقه خالصًا له دون صاحبه وما بقي من الربح فهو بينهما نصفين ، فإن ذلك لا يصلح ،

---

(١) ابن كثير في شرح الآية المتقدمة ، ( ٤٥٥/٣ ) ، عيسى الحلبي .

(٢) الشيخ سيد قطب في شرح الآية ، ( ٢٧٩٦/٣ ) ، دار الشروق ، والسدف هو : الظلمة .

(٣) الإمام النسفي في شرح الآية ، ( ٢٨٦/٣ ) ، جامعة عيسى البابي الحلبي .

وليس على ذلك قراض المسلمين » (١) .

ومن المعلوم أن الإمام مالكًا يقدم عمل أهل المدينة على ساكنها أفضل ، وعلى حديث الآحاد ولو كان صحيحًا ، باعتبار عمل أهل المدينة من قبيل السنة المتواترة ، وهذا في حد ذاته دليل على أن ذلك ليس من أقوال الفقهاء كما يزعم البعض .

ولهذا أيضًا ذهب صاحب إحياء علوم الدين إلى القول عن الربح : « ليكن معلومًا بالجزئية بأن يشرط له الثلث أو النصف أو ما شاء ، فلو قال أن لك من الربح مائة والباقي لي لم يجز ؛ إذ ربما لا يكون الربح أكثر من مائة ، فلا يجوز تقديره بمقدار معين بل بمقدار شائع » (٢) .

وقال الهمشري : « أن الادعاء بأن شروط المضاربة شروط وضعها الفقهاء يخالف ما صح عن الشعبي وما نسب إلى علي ﷺ : الربح على ما اشترطا ، وفي رواية : الربح على ما اصطلحا عليه » ، ورواة هذا الحديث والآخذون به يفسرون قوله : « الربح على ما اصطلحا عليه » على أنه يعني الثلث أو الربع أو نحوهما لا قدرًا معلومًا » (٣) .

وثمة دليل آخر للرد على المشككين ، وهو قول المصطفى ﷺ : « **لا تجتمع أمتي على ضلالة** » ، وقد أجمع العلماء فيما رواه ابن المنذر في كتابه : « الإجماع » على أن الربح يجب أن يكون معلومًا وأن يكون جزءًا من أجزاء (٤) .

وكذلك ما ذكره صاحب المغني أن الحكم في الشركة كالحكم في المضاربة في وجوب معرفة قدر ما لكل واحد منهما من الربح ، وأن الوضيعة « أي : الخسارة » على كل واحد منهما بقدر ماله ، وقال : ولا نعلم في ذلك خلافًا بين العلماء (٥) .

ومن المعلوم أنه إذا انعقد الإجماع على حكم معين فيكون مستندًا إلى دليل شرعي كالكتاب أو السنة أو القياس وإن لم ينقل الدليل معه ، وليس متصورًا أن يجمع علماء

---

(١) موطأ الإمام مالك ، برواية يحيى ، كتاب القراض ، باب ما يجوز من الشروط في القراض ، ( ٦٩٠/٢ ) .

(٢) إحياء علوم الدين ، الغزالي ، عقد القراض ، ( ٧٣/٢ ) ، عيسى الحلبي .

(٣) مصطفى عبد الله الهمشري ، الأعمال المصرفية والإسلام ، سلسلة البحوث الإسلامية ، مجمع البحوث الإسلامية ، ( ص ١٣٠ ) ، نقلًا عن الروض النضير شرح المجموعة الكبير ، ( ٣٤٧/٢ ) .

(٤) الإجماع لابن المنذر ، كتاب المضاربة ، ( ص ٩٨ ) ، دار الدعوة .

(٥) المغني لابن قدامة الحنبلي ، ( ٣٧/٥ ) ، كتاب الشركة ، مكتبة الجمهورية .

المسلمين على أمر بغير دليل شرعي ، ومن هنا كانت حجية الإجماع كمصدر – راجعة إلى ما استند عليه من دليل شرعي ، وبعد انعقاد الإجماع يصبح حجة في ذاته ، فلا نبحث في الدليل الذي بني عليه الحكم ؛ بل نبحث فقط عن وجود الإجماع ؛ وصحة نقله ؛ لأنه لو وجب البحث عن دليل الإجماع لكانت الحجية للدليل وليس للإجماع ؛ بل أجاز الأصوليون القياس على حكم تقرر عن طريق الإجماع بالنظر إلى ما يتمتع به من حجية مستقلة ، كما أجازوا اعتباره من الأدلة النقلية (١) ، والإجماع فوق ما تقدم يرفع السند من مرتبة الظنية إلى مرتبة القطعية (٢) ، فإذا ثبت الإجماع على حكم في مسألة فإنه يكون حكمًا قطعيًا .

قال الشافعي رحمه الله في رسالته في أصول الفقه في مسألة الإجماع : أخبرنا سفيان عن عبد الله بن لبيد عن سليمان بن يسار عن أبيه أن عمر بن الخطاب رضي الله عنه قام بالجابية خطيبًا ، فقال : إن رسول الله ﷺ قام فينا كقيامي فيكم ، فقال : « **أكرموا أصحابي ثم الذين يلونهم ثم يظهر الكذب حتى أن الرجل ليحلف ولا يستحلف ، ويشهد ولا يستشهد ، ألا فمن سره أن يسكن بحبوحة الجنة فليلزم الجماعة ، وأن الشيطان مع الفذ ، وهو مع الاثنين أبعد ، ولا يخلون رجل بامرأة فإن الشيطان ثالثهما ، ومن سرته حسنته وساءته سيئته فهو مؤمن** » .

قال الشافعي رحمه الله تعالى : قال : ما معنى أمر النبي ﷺ بلزوم جماعتهم ؟ قلت : لا معنى له إلا واحد ، قال : وكيف لا يحتمل إلا واحدًا ؟ قلت : إذا كانت جماعتهم متفرقة في البلدان فلا يقدر أحد أن يلزم جماعة أبدان قومًا متفرقين ، وقد وجدت الأبدان تكون مجتمعة من المسلمين والكافرين والأتقياء والفجار ، فلم يكن في لزوم الأبدان معنى ؛ لأنه لا يمكن ، ولأن اجتماع الأبدان لا يصنع شيئًا ، فلم يكن للزوم جماعتهم معنى إلا ما عليه جماعتهم من التحليل والتحريم والطاعة فيهما ، ومن قال بما تقول به جماعة المسلمين فقد لزم جماعتهم ، ومن خالف ما تقول به جماعة المسلمين فقد خالف جماعتهم التي أمر بلزومها ، وإنما تكون الغفلة في الفرقة ، وأما الجماعة فلا يكون فيها كافة غفلة عن معنى كتاب الله تعالى ولا سنة ولا قياس إن شاء الله تعالى (٣) .

(١) د. صوفي أبو طالب ، تطبيق الشريعة الإسلامية في البلاد العربية ، ( ص ٣٠ ، ٣١ ) دار النهضة العربية .
(٢) أصول الفقه للشيخ محمد أبي زهرة ، ( ص ١٦١ ) ، دار الفكر العربي .
(٣) الأم للإمام الشافعي ، ( ١/ ٦٥ ) ، طبعة مصورة عن طبعة بولاق ، ( ١٣٢١هـ ) .

وقد ذكر الثعالبي أن حجية الإجماع مبنية على أصل وهو عصمة الأمة الإسلامية من اجتماعها على ضلالة في أمر دينها ، دليله قوله تعالى : ﴿ وَمَن يُشَاقِقِ ٱلرَّسُولَ مِنۢ بَعْدِ مَا تَبَيَّنَ لَهُ ٱلْهُدَىٰ وَيَتَّبِعْ غَيْرَ سَبِيلِ ٱلْمُؤْمِنِينَ نُوَلِّهِۦ مَا تَوَلَّىٰ وَنُصْلِهِۦ جَهَنَّمَ ﴾ [النساء : ١١٥] (١) .

وقوله ﷺ : « **لا تجتمع أمتي على ضلالة ، ويد الله مع الجماعة ، ومن شذَّ شذَّ إلى النار** » (٢) .

ومذهب الجمهور أن الإجماع حجة في الدين ، متعبد به ، تثبت به الأحكام كما تثبت بالنصوص الشرعية (٣) .

بل إن الشيخ عبد الوهاب خلَّاف ناقض نفسه وقدم الدليل على ما يدحض زعمه ويدمغ رأيه ، ولو أنصف الذين اتبعوه وخالفوا أئمة الأمة المجتهدين لنظروا فيما كتبه الشيخ ذاته في كتابه علم أصول الفقه أنه : « إذا كان اجتهاد المجتهد لا بد أن يستند إلى دليل شرعي ؛ فاتفاق المجتهدين جميعًا على حكم واحد في الواقعة دليل على وجود مستند شرعي ، يدل قطعًا على هذا الحكم ؛ لأنه لو كان ما استندوا إليه دليلًا ظنيًّا لاستحال عادة أن يصدر عنه اتفاق ؛ لأن الظني مجال حتمًا لاختلاف العقول » ، وأضاف : « وأنه كما يكون الإجماع على حكم في واقعة يكون على تأويل نص أو تفسيره ، وعلى تعليل حكم النص ، وبيان الوصف المنوط به » .

وقد ذكر الشاطبي في معنى جماعة المسلمين أن أحد الأقوال فيها : « أنها جماعة أئمة العلماء المجتهدين ، فمن خرج مما عليه علماء الأمة مات ميتة جاهلية » ؛ لأن جماعة أئمة العلماء جعلهم الله حجة على العالمين ، وهم المعنيون بقوله عليه الصلاة والسلام : « **إن الله لن يجمع أمتي على ضلالة** » ذلك أن العامة عنها تأخذ دينها وإليها تفزع من النوازل ، وهي تبع لها ، فمعنى قوله : « **لن تجتمع أمتي** » لن يجتمع علماء أمتي على ضلالة (٤) .

وعلى الرغم من كثرة الأدلة التي سقناها لإثبات فساد رأي المبيحين مطلقًا إلا أننا

---

(١) الثعالبي ، الفكر السامي في تاريخ الفقه الإسلامي ، ( ٦٣/١ ) المكتبة العلمية بالمدينة المنورة .

(٢) الثعالبي ، المرجع السابق .

(٣) عبد الوهاب خلاف ، علم أصول الفقه ، ( ص ٤٨ ) ، دار العلم ، ( ١٩٧٨م ) .

(٤) الاعتصام للشاطبي ، ( ٢٦١/٢ ) ، دار المعرفة للطباعة والنشر ، بيروت .

نعود فنسألهم : وماذا تقولون فيما صحَّ عن رسول الله ﷺ فيما رواه البخاري ومسلم بالاتفاق ، ومالك عن موطئه عن أنس بن مالك ﷺ قال : قال رسول الله ﷺ : « **أرأيت إن منع الله الثمرة ، فبما يأخذ أحدكم مال أخيه** » (١) .

أما قولكم عمن يجعل لآخر حظًا معينًا من كسبه نظير استغلاله لماله ، وأن هذه المعاملة نافعة للعامل ولصاحب المال معًا ، فإن ذلك مردود عليه ، بأنكم إذا كنتم تتحدثون عن المنفعة المتبادلة فإن الخمر والميسر فيهما - بنص القرآن - منافع للناس ، ولو كانت المنفعة تصلح أن تكون سببًا للحل ، لكانت الخمر بذلك أولى ، بينما نجد أن المولى ﷻ يحذر عباده من الخمر والميسر بقوله ﷻ : ﴿ إِنَّمَا ٱلْخَمْرُ وَٱلْمَيْسِرُ وَٱلْأَنصَابُ وَٱلْأَزْلَٰمُ رِجْسٌ مِّنْ عَمَلِ ٱلشَّيْطَٰنِ ﴾ [المائدة : ٩٠] ، ثم يأتي الأمر على سبيل الوجوب بقوله ﷻ : ﴿ فَٱجْتَنِبُوهُ ﴾ [المائدة : ٩٠] ؛ لذلك فإن ما ذهبوا إليه لا يستقيم مع شرع الله ، ولا ينهض حجة ولا يصلح دليلًا .

وإذا كان البعض قد عَمَد إلى لَيِّ النصوص حتى تتفق وما يسمونه بروح العصر أو وحدة العالم ، ومحاكاة لغير المسلمين تمشيًا مع مقتضيات المدنية الزائفة ، فإنني أسمح لنفسي أن أجتزئ في هذا المقام سطورًا من كتاب فضيلة المرحوم الشيخ محمد أبي زهرة في الرد على من يحاولون الاعتساف في تأويل النصوص الشرعية :

« إن شريعة الله حاكمة لا محكومة ، وكل من يخضعها لأحكام العصور ويؤول نصوصها ليذللها لأحكام الزمان والمكان من غير طرائق التأويل المستقيم ، إنما يجعل شرع الله هزءًا وينزل به من عليائه ويجعله خاضعًا لأغراض الناس ولو كانت ظالمة مشتقة من الأهواء والشهوات ، وكل نص قطعي من الشارع يطوي في ثناياه المصلحة من غير ريب » (٢) .

### التعقيب على من أباح شركة المساهمة وقيد الربا في معاملاتها بالضرورة :

وأما الفريق الذي أجاز لشركات المساهمة التعامل بالربا للضرورة ، ومن هؤلاء

---

(١) انظر اللؤلؤ والمرجان فيما اتفق عليه الشيخان ، كتاب المساقاة ، باب وضع الجوائح ، الحديث ( ١٠٠٢ ) ، والموطأ في كتاب البيوع ، باب النهي عن بيع الثمار حتى يبدو صلاحها ، ( ص ٦١٨ ) ، مطبعة عيسى البابي الحلبي .

(٢) نقلًا عن عبد السميع المصري ، النظرية الاقتصادية في الإسلام ، ( ص ١٣٧ ) .

الشيخ شلتوت رحمه الله[1] ، والدكتور محمد يوسف موسى ، ويعللون ذلك بأنه : « إذا لم تنجح الشركة في أعمالها وكان ذلك متوقفًا على إصدار سندات بفائدة كان لها أن تفعل ذلك ، وهو من قبيل الضرورات ولا إثم فيه » فمردود على هذا الفريق بأن الضرّورات التي تبيح المحظورات هي الضرورات التي تدفع المضطر لإتيان المحرم لكي يدرأ على نفسه أو ماله أو عرضه هلاكًا محققًا ، إن رأى في إتيان هذا المحرم إنقاذًا لنفسه أو عرضه أو ماله من الهلاك ، ولذلك يباح للمضطر ما لا يباح لغيره ، والإباحة للمضطر تخصه وحده ولا تتعداه إلى غيره [2] .

أمَّا الحاجات فهي أدنى من الضرورات ولا تتوقف عليها حياة إنسان أو صيانة عرض أو حفظ مال ، ولو أبيحت المحرمات لمجرد الحاجات لأصبحت معظم المحرمات مباحة ، بينما ليست كل ضرورة تدخل في باب التيسير ، فلا يرفع بها دائمًا التكليف ، فمن لم يستطع أن يصلي قائمًا صلَّى جالسًا ، ومن كان قادرًا على الصلاة جالسًا لا يجوز له أن يصلي مضطجعًا ، إنما التخفيف على قدر المشقة [3] ، وبتطبيق هذه القواعد على التعامل بالربا كضرورة كما يراه البعض ، يقول فضيلة المرحوم الشيخ محمد أبو زهرة : « إن الضرورة لا يتصور أن تتقرر في نظام ربوي ؛ بل أن تكون في أعمال الآحاد ؛ إذ إن معناها : أن النظام كله يحتاج إلى الربا كحاجة من يكون في مخمصة إلى أكل الميتة أو لحم الخنزير ، وأن مثل هذه الضرورة لا تتصور في نظام كهذا النظام » [4] .

ولأن الضرورات تبيح المحظورات جاز أكل الميتة عند المخمصة ، والتلفظ بكلمة الكفر للإكراه ، وأخذ مال الممتنع عن أداء الدين بغير إذنه ، ودفع الصائل ، ولو أدى إلى قتله ، ولو أكره على قتل غيره فقتل لا يرخص له ، فإن قتله أثم ؛ لأن مفسدة قتل نفسه أخف من مفسدة قتل غيره ، وما أبيح للضرورة يقدر بقدرها ؛ فالمضطر لا يأكل من الميتة إلا قدر سد الرمق ، وما جاز لعذر زال بزواله ؛ فيبطل التيمم إذا قدر على استعمال الماء [5] .

---

(١) وإن كان مبلغ علمنا أن الشيخ شلتوت قد تراجع عن فتواه بإباحة الربا للضرورة ، وهو على فراش الموت والله أعلم .

(٢) الربا والقرض في الفقه الإسلامي ، د. أبو سريع عبد الهادي ، الاعتصام ، ( ص ١٦٩ ) .

(٣) الربا لأبي الأعلى المودودي ، تعريب محمد عاصم ، ( ص ١٧ ) نقلًا عن المرجع السابق .

(٤) بحوث في الربا للشيخ محمد أبو زهرة ، ( ص ٦٥ - ٦٨ ) .

(٥) الأشباه والنظائر في الفقه الحنفي لابن نجيم ، ( ص ٨٥ ، ٨٦ ) ، ط. عيسى الحلبي ، ( ١٩١٨م ) .

وفي ضوء هذه القواعد الفقهية فإننا نتساءل عن الضرورة ووجوهها والتي تدفع شركات المساهمة إلى التعامل بالربا .

إن الشركات القائمة والتي ترغب في زيادة مواردها المالية بغرض التوسع أو التطوير ، أو لمواجهة عمليات الإحلال والتجديد أو لرأب الصدع في هياكلها التمويلية أمامها أكثر من سبيل ، فإما أن تلجأ إلى سوق النقد وإما أن تلجأ إلى سوق رأس المال ، فإن لجأت إلى الأولى قامت وحدات الجهاز المصرفي بتمويلها بما تحتاجه من قروض مقابل دفع هذه الشركات لثمن الاقتراض المتمثل في الفائدة المحدد سعرها مقدمًا حتى لو أسفر نشاط هذه المنشأة عن عجز « أو خسارة » .

وغالبًا ما تعجز هذه الشركات عن سداد أصل القروض وفوائد الديون وتتفق هذه المنشآت مع البنوك على تجديد القروض بعد أن تضيف إليها ما تراكم من فوائد الديون .

وإما أن تلجأ إلى سوق رأس المال بغرض زيادة رؤوس أموالها من خلال إصدار أسهم جديدة أو إصدار سندات لتوظيفها في أغراض استثمارية أو لسد العجز في الموارد المالية بعد تقدير كافة احتياجاتها التمويلية .

وليست كل السندات ربوية وليست جميعها ذات صبغة واحدة ؛ فمن هذه السندات ما هو مشارك في الربح والخسارة كسندات المقارضة الإسلامية وهي أبرز الصيغ الإسلامية المستحدثة في مجال السندات .

وقد يكون من المفيد هنا التنبيه إلى أن كثيرًا من الشركات تلجأ إلى زيادة رأس المال للتخلص من أعباء الديون التي اقترضتها من سوق النقد أو لسداد سندات قروض حصلت عليها من سوق رأس المال وحل ميعاد استحقاقها .

وهناك أساليب أخرى للتمويل بوسع الشركات أن تستفيد منها ؛ كالتمويل التأجيري للأصول والمعدات الرأسمالية ( financial leasing ) ويعتبر هذا الأسلوب بديلًا جيدًا للحصول على المعدات المطلوبة واللازمة للتوسع والتطوير أو الإحلال والتجديد ؛ خاصة وأن الشركة لن تتحمل بما يزيد عن الدفعات التأجيرية ( monthly rentals ) وهو ما قد تعتبره الشركة أقل البدائل تكلفة وأدناها مخاطرة .

كما أن أمام هذه الشركات التمويل من خلال أسلوب المشاركات الذي نهضت بإحيائه البنوك الإسلامية ، والمشاركات ليست صيغة واحدة ، ولكن هناك العديد من

الصيغ وجميعها في إطار الشرع الإسلامي الحنيف وقواعده الكلية ، وتعتبر هذه المشاركات بمختلف صيغها « الدائمة والناقصة ، والمشاركات على أساس صفقة معينة » هي البديل الإسلامي لعمليات الإقراض في البنك التقليدي والاقتراض من قبل المنشآت .

يبين مما قدمناه في إيجاز شديد - نرجو ألا يخل بالمعنى - أن وجود أكثر من وسيلة لتمويل هذه الشركات بما تحتاجه من الموارد المالية يدحض كافة الحجج التي تتذرع بها الشركات .

ولكن الحق الذي نعلمه هو أن سدنة الفكر الغربي وحفاظه ومروجيه راحوا يزخرفون الإفك ويزينون الباطل ويغلفون الربا ويقدمونه لطلبة العلم والدارسين ، قادة وطلابًا ، زاعمين أن التمويل بالقرض ( debt financing ) هو أفضل وسائل التمويل ، وأن الرافعة المالية ( the financial leverage ) تعد وسيلة ناجحة للمتاجرة بأموال المساهمين ، ويوجسونهم خيفة من الآثار الضارة المترتبة على زيادة رأس المال ، وأن الزيادة يترتب عليها انخفاض ربحية السهم نتيجة توزيع الأرباح على عدد أكبر من الأسهم مما يؤدي إلى الإضرار بالمساهمين .

وإذ كنا قد كشفنا الغطاء عن أسباب لجوء الشركات إلى الأساليب الربوية وأنها ليست كما تزعم وسائل اضطرارية ، يبين أن الشركات كان أمامها أكثر من وسيلة تمويلية ، ولكنها حينما فاضلت بين أساليب التمويل فضلت الأساليب الربوية لمجرد مصلحة موهومة ، بالمفاسد مغلوبة .

**مناقشة حجج المحرمين مطلقًا والرد عليها :**

- قول المحرمين إن شركة المساهمة ليست عقدًا ؛ لأن العقد شرعًا إيجاب وقبول ، وهي خالية منه ، مردود عليه بالآتي :

أ - أن المؤسسين حينما وجهوا الدعوة إلى العامة للاكتتاب كان ذلك منهم إيجابًا والذين وجهت لهم الدعوة بادروا بالاكتتاب ، كان ذلك منهم قبولًا ، ويعلم من ذلك أن هناك طرفين وليس طرفًا واحدًا ، وأنه عقد قد تحقق فيه الإيجاب والقبول وليس اتفاقًا من جانب واحد هو جانب المؤسسين .

ب - ليس شرطًا أن يوجه الإيجاب إلى شخص معين فقد يوجه إلى الجمهور ، قال الدسوقي : « من عرض سلعة للبيع وقال : من أتاني بعشرة فهي له فأتاه شخص بالعشرة

بعد أن بلغه هذا الإيجاب فيعقد البيع ويكون لازمًا وليس للبائع منعه » (١) .

ويستفاد من ذلك أنه ليس شرطًا أن يتم الإيجاب والقبول في مجلس واحد ، وقد ورد في الفقه أن القاضي إذا ولي ، كان له الحق في تراخي القبول ، وكذلك أن العاقد الآخر إن كان حاضرًا اعتبر قبوله ، وإن كان غائبًا جاز تراخي القبول عن المجلس (٢) ، والكتابة تختلف عن الرسالة في أن المتعاقد الآخر إذا لم يجبه في أول مجلس لبلوغ الكتاب ؛ فالكتاب باق بحيث إذا قرأ في مجلس ثانٍ فقبل المتعاقد الآخر انعقد العقد .

جاء في رد المحتار لابن عابدين : « الفرق بين الكتاب والخطاب أن في الخطاب لو قال قبلت في مجلس آخر لم يجز وفي الكتاب يجوز ؛ لأن الكلام - كما وجد - تلاشى فلم يصل الإيجاب بالقبول في مجلس آخر ، فأما الكتاب فقائم في مجلس آخر وقراءته بمنزلة خطاب الحاضر فاتصل الإيجاب بالقبول » (٣) .

ج - أنه لا يلزم صيغة معينة للعقد ؛ ولذلك جاء في الشرح الصغير أنه لا يشترط صيغة مخصوصة بل المدار على ما يحصل به الإذن والرضا من الجانبين ولزمت به ، أي ما يدل عليها من صيغة لفظية أو غيرها (٤) ، والاكتتاب يدل بغير شك على الرضا ويؤكد ذلك ما قاله ابن تيمية : « العقود تنعقد بكل ما دل على مقصودها من قول أو فعل ، فكل ما عدَّه الناس بيعًا أو إجارة فهو بيع وإجارة » (٥) .

وإن اختلف اصطلاح الناس في الألفاظ والأفعال انعقد العقد عند كل قوم بما يفهمونه بينهم من الصيغ والأفعال ، وليس لذلك حد مستمر لا في شرح ولا في لغة ؛ بل يتنوع بتنوع اصطلاح الناس كما تتنوع لغاتهم ، ولا يحرم على الناس التعاقد بغير ما يتعاقد به غيرهم إذا كان ما تعاقدوا به دالًّا على مقصدهم (٦) ، ويقول : ولا ينقل عن أحد من الصحابة ولا التابعين أنه عين للعقود صيغة معينة من الألفاظ أو غيرها

---

(١) حاشية الدسوقي ، ( ٤١٣ ) ، نقلًا عن د. المرزوقي ، ( ص ٢٢٤ ) .

(٢) المحرر ( ٢٥٩/٢ ) نقلًا عن د. المرزوقي .

(٣) رد المحتار لابن عابدين ، ( ٢٦٦/٢ ) ، نقلًا عن د. المرزوقي .

(٤) الشرح الصغير للشيخ الدردير ، ( ٦٠١/٤ ) ، ط . عيسى الحلبي .

(٥) فتاوى ابن تيمية ، ( ٢٦٨/٣ ) ، دار المنار .

(٦) الفتاوى الكبرى لابن تيمية ، ( ٢٦٧/٣ ، ٢٦٨ ) ، دار المنار .

أو قال ما يدل على ذلك ، من أنها لا تنعقد إلا بالصيغ [١] .

وقال : إن الأصل عند أحمد وغيره في العبادات التوقيف فلا يشرع منها إلا ما شرعه الله تعالى ... والعادات الأصل فيها العفو فلا يحظر منها إلا ما حرّمه الله وإلا دخلنا في معنى قوله تعالى : ﴿ قُلْ أَرَءَيْتُم مَّآ أَنزَلَ ٱللَّهُ لَكُم مِّن رِّزْقٍ فَجَعَلْتُم مِّنْهُ حَرَامًا وَحَلَٰلًا ﴾ [ يونس : ٥٩ ] .

وأمّا السنة والإجماع ، فمن تتبع ما ورد عن النبي ﷺ والصحابة والتابعين من أنواع المبايعات والمؤاجرات والتبرعات علم بالضرورة بأنهم لم يكونوا يلتزمون الصيغة من الطرفين والآثار بذلك كثيرة [٢] .

ويستفاد من ذلك أن كل ما دل على الإيجاب والقبول قام مقامه ، وأن العبرة في ذلك ليست بالألفاظ والمباني وإنما بالمقاصد والمعاني .

وجمهور الفقهاء يرون أن الأصل في العقود الجواز والإباحة فحرية التعاقد مكفولة للناس ما لم تشتمل على أمر نهى عنه الشارع وحرمه بنص أو قياس أو مقتضى القواعد المقررة ، وذلك حتى يقوم الدليل على المنع أو التحريم ، وقد استدل الجمهور على ذلك بما يأتي :

١ - أن كل عقد واجب الوفاء إلا ما قام الدليل على منعه ، والوفاء بالعقود واجب امتثالًا لقوله تعالى : ﴿ وَأَوْفُوا۟ بِعَهْدِ ٱللَّهِ إِذَا عَٰهَدتُّمْ وَلَا تَنقُضُوا۟ ٱلْأَيْمَٰنَ بَعْدَ تَوْكِيدِهَا ﴾ [ النحل : ٩١ ] ، وقوله تعالى : ﴿ يَٰٓأَيُّهَا ٱلَّذِينَ ءَامَنُوٓا۟ أَوْفُوا۟ بِٱلْعُقُودِ ﴾ [ المائدة : ١ ] ، وقوله تعالى : ﴿ وَٱلْمُوفُونَ بِعَهْدِهِمْ إِذَا عَٰهَدُوا۟ ﴾ [ البقرة : ١٧٧ ] .

٢ - أن العقود من باب الأفعال العادية والأصل فيها عدم التحريم لقوله تعالى : ﴿ وَقَدْ فَصَّلَ لَكُم مَّا حَرَّمَ عَلَيْكُمْ ﴾ [ الأنعام : ١١٩ ] [٣] .

٣ - أن تصرفات العباد من الأقوال والأفعال نوعان : عبادات وعادات يحتاجون إليها في دنياهم واعتادوا عليها ، والأصل في العادات عدم الحظر إلا ما حظره الله

---

(١) المرجع السابق ، ( ص ٢٧٢ ) .

(٢) الفتاوى الكبرى ، مرجع سابق ( ص ٢٧٢ ، ٢٧٣ ) .

(٣) ضوابط العقود في الفقه الإسلامي ، د. عبد الحميد محمود البعلي ، ( ٧/١ - ٩ ) .

ورسوله [١] .

والقاعدة الفقهية : « الثابت بالعرف كالثابت بالنص » كافية لفتح باب التعاقد وإطلاق الحرية للمتعاقدين بما يرفع الحرج والضيق في معاملات الناس في وقت اتسعت فيه دائرة المعاملات المالية ، وتشعبت وظهرت صور شتى لأنواع المعاملات ، وخاصة في مجال العقود « ومنها شركة المساهمة » [٢] .

أما قولهم بأن الشركة في الإسلام يشترط فيها البدن ، أي : الشخص المتصرف ، وأن شركة المساهمة لا يوجد فيها بدن مطلقًا ، وأن العمال ليسوا أُجراء ؛ لأن الشريك لا يجوز له أن يستأجر أحدًا عنه ؛ بل يتعين أن يقوم بنفسه بأعمال الشركة ، وأن مجلس الإدارة ليس وكيلًا عن المساهمين ؛ فمردود على ذلك بالآتي :

قولهم في ذلك باطل ولا تقوم به دعوى ولا تصلح له حجة ، ويتصادم مع ما نص عليه جميع الفقهاء من أن الشركة تتضمن الوكالة ولا يعلم عن أحد من الفقهاء أنه قال أن الشركة لا تصح إلا أن يكون العمل من جميع الشركاء ؛ فشركة المضاربة العمل فيها من المضارب وهو ليس شريكًا في رأس المال ، وربما تعدد أرباب الأموال [٣] .

والقول أن مجلس الإدارة وكل عن الأموال لا عن الأشخاص لا يستقيم شرعًا ولا عقلًا ؛ فالمال لا يعقل منه التصرف ، ولا يعقل منه التوكيل ، ولذلك فإن مجلس الإدارة ليس موكلًا عن المال ، وإنما موكل من قبل المساهمين الذين وقع اختيارهم عليه من خلال الجمعية العامة للمساهمين ، والتي لها وحدها حق تعيين المجلس وعزله وتقرير أو اعتماد مكافآته [٤] .

أما قولهم أن كون الشركة دائمة يخالف الشرع فمردود عليهم بأنه خلافًا لما ذكروه فإن إطلاق الشركة بدون توقيت جائز باتفاق الفقهاء وأن الخلاف ليس في استمرارية الشركة وإنما في توقيتها [٥] .

وقد ذكر صاحب منتهى الإرادات وهو بصدد الحديث عن شركة العنان أنها تبطل بموت أحد الشريكين ، وجنونه ، والحجر عليه للسفه ، والفسخ من أحدهما ، وهلاك

---

(١) المرجع السابق .
(٢) المرجع السابق .
(٣) د. المرزوقي ، مرجع سابق ، ( ص ٣٢٨ ) .
(٤) المرجع السابق ، ( ص ٣٢٨ - ٣٣٠ ) .
(٥) د. المرزوقي ، مرجع سابق .

رأس المال وردة أحدهما [١] ، ويستفاد من ذلك أن الأصل هو استمرارية الشركة وما ذكرناه استثناء .

وقد ذهب فقيه الأندلس الإمام ابن حزم إلى القول بأنه : « لا تحل الشركة إلى أجل مسمى » [٢] .

ومع هذا فإن استمرارية الشركة لا تمنع من انسحاب بعض الشركاء ، ولا يترتب على انسحابهم فسخ العقد ؛ إذ يقوم مقامهم من قام بشراء حصصهم في الشركة ( الأسهم ) من خلال السوق الثانوية التي تباع فيها وتشترى الأوراق المالية ، وبذلك تجمع هذه الشركة بين الحُسْنيين : استمراريتها ولصالح الشركاء والشركة ؛ خاصة مع تعذر تصفية الأصول والمعدات الرأسمالية للشركات الصناعية بغير خسائر جسيمة تضر بكافة الشركاء ، هذا من جهة ، ومن جهة أخرى سهولة انسلاخ أحد الشركاء من الشركة دون أن يترتب على ذلك إضرار بباقي الشركاء أو الشركة أو المتعاملين معها ، وهذا مما يحسب لها لا عليها .

والجدير بالذكر أن مثل هذا التنظيم والذي ليس فيه ما يخالف قول الإسلام ولا انتهاك حرماته هو الذي ساعد على قيام هذه الشركات – والتي ما كان لها أن تقوم رغم حاجة المجتمعات الحديثة إليها لتنمية ثرواتها – بسبب ضخامة رؤوس أموالها واستحالة قيام الأفراد بإنشائها ، ونماء المجتمع صار رهنًا بنمائها وتعاظم دورها .

ونرى أن القول بحرمتها هو جلب لمفسدة ودرء لمنفعة عظيمة ؛ لما يترتب عليه من تخلف المسلمين واستمرار اعتمادهم على الشرق والغرب والارتماء في أحضان التبعية والذل والخضوع .

## الرأي الشرعي في عدم مسؤولية الشريك عن ديون الشركة إلا بقدر ما يملكه من أسهم فيها :

ثمة مسألة بالغة الأهمية قلما يتصدى لها من يعالجون مشروعية شركات المساهمة وهي مدى مسؤولية الشريك في شركة المساهمة عن ديون الشركة .

---

(١) شرح منتهى الإرادات ، ( ٢٢٢/١ ) ، نقلًا عن الشيخ : عبد الفتاح محمد أبو العينين ، مرجع سابق ، ( ص ٦١ ) .

(٢) المحلى لابن حزم ، أحكام الشركة ، ( ١٢٦/٨ ) ، دار التراث .

وقد ذكرنا عند تعريفنا لشركة المساهمة اتفاق كافة القوانين في مختلف البلدان على أن ذمة المساهم في شركة المساهمة مستقلة عن ذمة الشركة ، وأن المساهم لا يسأل عن ديون الشركة إلا بقدر ما يملكه من أسهم فيها ، وقد اعتبر فقهاء القانون هذه المسألة من أهم ما يميز شركة المساهمة عن غيرها من الشركات .

ومفاد ما تقدم أن مسؤولية المساهم لا تتعدى قدر نصيبه من الأسهم ، فإذا كان المساهم في شركة المساهمة قد سدد قيمة الأسهم المكتتب فيها بالكامل ، فإنه يكون بذلك قد أوفى بالتزاماته المالية وبرئت ذمته تجاهها ، وليس لكائن من كان أن يرجع عليه بأي مبلغ إضافي أو إلزامه بالمساهمة في الخسارة التي لحقت بالشركة أيًا كان عدد الأسهم التي يملكها .

حتى لقد ذهب بعض فقهاء القانون إلى القول بأن هذه الخصيصة هي التي دفعت الأفراد إلى توجيه مدخراتهم إلى هذا النوع من الشركات ، وهو ما عبَّر عنه الأستاذ الدكتور محمد صالح بقوله : « أن السهم يخلب العقول ؛ لأنه لا يحمل الفرد إلا مسؤولية محدودة ... » [(١)] .

وقد تصدى لهذه المسألة بعض الفقهاء ومنهم الدكتور عبد العزيز الخياط والدكتور المرزوقي وخالف رأي كل منهما الآخر .

فالدكتور عبد العزيز الخياط يرى أن من خصائص شركة المساهمة أن الشركاء لا يسألون إلا بمقدار حصصهم في رأس المال ، وأن هذا جائز شرعًا كما في شركة المضاربة فإن رب المال لا يسأل إلا بمقدار ما قدم للشركة من رأس مال وهو غير مسؤول عن ديون الشركة إذا تجاوزت رأس المال الذي قدمه [(٢)] .

وقد فتشت في كتب الفقه فلم أجد لما قاله أصلًا ، ولم أعثر له على سند وسألت أهل العلم والذكر فما وجدت له من ظهير ، إنما الذي قالوه أن الوضيعة - أي الخسارة - كلها على صاحب رأس المال وليس على العامل شيء ؛ لأن الوضيعة عبارة عن نقصان رأس المال ، وهو مختص بملك ربه لا شيء للعامل فيه فيكون نقصه من ماله دون غيره

(١) د. صرخوة ، مرجع سابق ، ( ص ٢٤ ) .

(٢) الشركات في الشريعة الإسلامية ، د. عبد العزيز الخياط ، ( ٢١٠/٢ ) ، ط . مؤسسة الرسالة .

وإنما يشتركان فيما يحصل من النماء [١] ، فإذا تعدى المضارب وفعل ما ليس له فعله أو اشترى شيئًا نهي عن شرائه فهو ضامن للمال في قول أكثر أهل العلم [٢] .

وليس من المتصور إن هلكت الشركة وباءت بالخسران ولم تكف كافة أصولها – أي ممتلكاتها – للوفاء بديونها – بينما الشركاء أغنياء – أن يكون لهم رخصة في شرع الله في أكل أموال الناس بالباطل ، والله ﷻ يقول : ﴿ وَلَا تَأْكُلُوٓاْ أَمْوَٰلَكُم بَيْنَكُم بِٱلْبَٰطِلِ ﴾ [البقرة: ١٨٨] [٣] ؛ بل وروى الشوكاني في « باب ضمان دين الميت المفلس » عن سلمة ابن الأكوع قال : كنا عند النبي ﷺ فأتي بجنازة ، فقالوا : يا رسول الله صل عليها ، فقال : « **هل ترك شيئًا ؟** » قالوا : لا ، فقال : « **هل عليه دين ؟** » قالوا : ثلاثة دنانير قال : « **صلوا على صاحبكم** » فقال أبو قتادة : صل عليه يا رسول الله وعليَّ دينه فصلى عليه . رواه أحمد والبخاري والنسائي [٤] .

وعن ابن عمر عن النبي ﷺ قال : « **مطل الغني ظلم إذا أُحِلْت على مليء فاتبعه** » ، رواه ابن ماجه [٥] .

وقال صاحب نيل الأوطار في شرح الحديث : والمعنى أنه يحرم على الغني القادر أن يمطل صاحب الدين بخلاف العاجز ، ويجب على المستدين أن يوفي صاحب الدين ولو كان صاحب الدين غنيًا فإن مطله ظلم ، فكيف إذا كان فقيرًا ، وقد ذهب الجمهور إلى أن المطل مع الغنى موجب للفسق .

وقالوا في الشركة عامة : إن الوضيعة على قدر المال ، أي الخسران في الشركة على كل واحد منهما بقدر ماله ؛ فإن كان مالهما متساويًا في القدر فالخسران بينهما نصفين [٦] ، وهذا أيضًا لا يفيد المعنى الذي انتهى إليه الدكتور الخياط .

بينما يرى الدكتور المرزوقي – على الجانب الآخر – : أن ما ذكره نظام الشركات

---

(١) المغني لابن قدامة ، ( ٥/٢٨ ) ، مكتبة جمهورية مصر .

(٢) المرجع السابق ، ( ص ٥٤ ) .

(٣) ﴿ يَٰٓأَيُّهَا ٱلَّذِينَ ءَامَنُواْ لَا تَأْكُلُوٓاْ أَمْوَٰلَكُم بَيْنَكُم بِٱلْبَٰطِلِ ﴾ [النساء: ٢٩] .

(٤) نيل الأوطار ، ( ٥/٢٣٧ ) ، ط . مكتبة الدعوة الإسلامية .

(٥) المرجع السابق ، ( ٥/٢٣٦ ) ، باب ديون قبول الحوالة على المدين .

(٦) المغني ، مرجع سابق ، ( ص ٣٧ ) .

من أن الشركاء في شركة المساهمة لا يسألون إلا بمقدار قيمة أسهمهم يدل على أن ديون الشركة إذا تجاوزت مجموع ممتلكاتها فلا تتعداها إلى أموال الشركاء الخاصة ، وهذا يخالف أحكام الشريعة الإسلامية .

ففي الشرع الإسلامي يجب وفاء الديون من أموال الشركة ، فإذا لم تف فإنها تتعداها إلى أموال الشركاء الخاصة فتوفي الديون من أموالهم الخاصة كل على قدر نسبة أسهمه في الشركة ؛ لأن الديون تتعلق بذمم الشركاء ، وبناء على القواعد العامة في الوكالة والشركة فإنه لا يصح شرعًا الاحتجاج بأن الأموال التي قدمها الشريك قد انتقلت ملكيتها للشخص المعنوي ؛ لأنه وإن كنا نعترف بالشخصية المعنوية على ضوء الفقه الإسلامي ، إلا أنه لا يثبت لها من الذمة مثل ما يثبت للإنسان ؛ فالملك حقيقة لمجموع الشركاء الذين تجمعهم الشركة ، أما الشركة فلها شركة معنوية وظيفتها تمثيل الشركاء لتتمكن من تنظيم أعمالهم وعدم تعرضها لاختلاف الشركاء ومنازعاتهم [1] .

وإذ أبنْت وجه الخلاف في الرأي مع ما قاله الدكتور الخياط ، فإني أتفق مع الرأي الثاني وأرى أنه هو الأقرب إلى الحق ، وحسبه استناده إلى قول رسول الله ﷺ : « **نفس المؤمن معلقة بدينه حتى ينقضي عنه** » ، ونؤكد من جانبنا أن اكتساب الشركة للشخصية المعنوية لا يعني إلغاء صفة الشركاء ولا يقتضي ذلك ، والشركة لا تكون بغير شركاء [2] .

ونخلص مما تقدم جميعه أن شركة المساهمة جائزة شرعًا إلا أنها إذا تعاملت في محرم بيعًا أو شراءً أو بالفائدة أخذًا أو عطاءً فإنه يحرم الاشتراك فيها من خلال تملك الأسهم التي يجري تداولها في أسواق التداول أو ما يسمى بالأسواق الثانوية .

* * *

---

(١) شركة المساهمة في النظام السعودي ، مرجع سابق ، ( ص ٢٧٤ ، ٢٧٥ ) .

(٢) تصدى أحد فقهاء القانون ، د. محمود سمير الشرقاوي ، الشركات التجارية في القانون المصري ، ( ص ١٩٩ ) ، لشركة القطاع العام والتي يملكها شخص عام واحد ، إن الشركة هنا تقوم دون مشاركة ، وهو وضع ما كان ليجوز لولا أن أجازه المشرع ؛ لأن الشركة بطبيعتها تقتضي تعدد الشركاء .

# المَبْحَثُ الثَّانِي

## أدوات سوق الأوراق المالية
## وموقف الفقه الإسلامي منها

### المَطْلَبُ الأَوَّلُ : صكوك الأسهم :

**تعريف السهم :**

عرف فقهاء القانون السهم بعدة تعريفات تقاربت مبانيها ومعانيها ؛ إذ عرّف بعضهم السهم بأنه : حصة المساهم في شركة الأموال ، ويقابل حصة الشريك في شركة الأشخاص ، كما يقصد بالسهم أيضًا : الصك الذي تصدره الشركة ويمثل حق المساهم فيها [١] .

بينما عرف بعضهم الأسهم بأنها : « صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول بالطرق التجارية والتي يتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأسمالها ، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة ، لا سيما حقه في الأرباح » [٢] .

وعرف بعضهم السهم بأنه : « صك يمثل حصة في رأس مال شركة المساهمة أو التوصية بالأسهم ، وكلمة السهم تعني حق الشريك في الشركة كما تعني الصك المثبت لهذا الحق » [٣] .

وعرفه بعضهم بقوله : « الأسهم هي ما يمثل الحصص التي يقدمها الشركاء عند المساهمة في مشروع الشركة ، سواء أكانت نقدية أم عينية ، ويتكون رأس المال من هذه

---

(١) د. محمود سمير الشرقاوي ، الشركات التجارية في القانون المصري ، دار النهضة ، ( ط ٨٠ ) ، ( ص ١٥٤ ) .

(٢) د. أبو زيد رضوان ، شركات المساهمة وفقًا لأحكام القانون رقم ( ١٥٩ ) ، لسنة ( ٨١ ) ، دار الفكر العربي ، ( ط ٨٢ ) ، ( ص ٩٨ ) .

(٣) د. مصطفى كمال طه ، شركات الأموال وفقًا للقانون رقم ( ١٥٩ ) ، لسنة ( ٨١ ) ، مؤسسة الثقافة الجامعية ، ( ط ٨٢ ) ، ( ص ٦٣ ) .

الأسهم » (١) .

في حين عرفه الفقه الفرنسي ، بأنه : « أحد الخصائص الجوهرية لشركة المساهمة وهو جزء من رأس المال ، وهو حق ينطوي على حق ملكية وحق دائنية في وقت واحد ، ويكون قابلًا للتداول عن طريق القيد إذا كان ممثلًا بواسطة صك اسمي ، بينما يتم تداوله بالمناولة دون اتباع لإجراءات أي شكل آخر إذا كان الصك لحامله ويعطي حقًّا لا يقبل الانقسام » (٢) .

بينما عرَّفته المادة ( ١٠٤ ) تجاري لبناني بسرد بعض خصائصه والتي تنص على أن : الأسهم هي أقسام متساوية من رأس مال الشركة غير قابلة للتجزئة تمثلها وثائق التداول ، وتكون اسمية أو لأمر أو لحاملها (٣) .

ويعرِّف العلَّامتان « إسكارا » و « رو » السهم بأنه : حصة الشريك المتمثلة بواسطة صك يكون قابلًا للتداول (٤) .

**طبيعة حق المساهم :**

الاتجاه التقليدي في فرنسا وفي إنجلترا ينظر إلى المساهمين بوصفهم دائنين لبعضهم البعض بمقتضى عقد يوجد فيما بينهم ، فهم - وفقًا لهذا الرأي - ليسوا ملاكًا على الشيوع في أموال الشركة التي تخص الشخص المعنوي (٥) ، وقد كان هذا الرأي موضع انتقاض في فرنسا وإنجلترا أيضًا .

وقد جرى بعض الفقه « القانوني » على التفرقة بين نوعين من المساهمين بحسب موقفه من الإسهام في رأس مال الشركة ، فإن كان يحدو المساهم مجرد رغبة في المضاربة « بمفهومها الغربي » وتوظيف مدخراته ، فإن مثل هذا المساهم ليس إلا مجرد

---

(١) د. محسن شفيق ، محاضرات ، نقلًا عن د. صالح بن زابن المرزوقي ، مرجع سابق .

(٢) د. يعقوب يوسف صرخوة ، نقلًا عن : Andre Moreau la societe anonyme, traite, partique2cd paris 1954 p 12 .

(٣) د. أبو زيد رضوان ، مرجع سابق ، ( ص ٩٧ ) ، انظر : الملحق رقم ( ١ ) .

(٤) نقلًا عن د. صرخوة ، مرجع سابق : Escaara et raut trauite theorique et parethque de droit commercial paris 1955 p292 .

(٥) المرجع السابق .

دائن عادي للشركة ؛ بل ودائن عابر ( passant ) ويحكم هؤلاء سيكولوجية « المضارب » أكثر منها سيكولوجية « الشريك » ، أما النوع الآخر من المساهمين فهؤلاء هم الذين يربطون مصيرهم بمصير الشركة ؛ بحيث يمكن القول بأن لهم حق في الشركة ويمثلون إلى حد بعيد عنصر الديمومة والاستقرار فيها [١] .

ويعلق أحد فقهاء القانون على هذا الرأي بالقول : « أنه لا يصح اتخاذ المواقف النفسية أساسًا لازدواجية طبيعة حقوق المساهمين على الأنصبة في رأس المال » ويستطرد : « ولذا نعتقد أن طبيعة حق المساهم هي طبيعة واحدة أيًا كان موقفه من الشركة ، وأن هذا الحق هو أعمق من علاقة الدائن بالمدين ، تلك العلاقة التي يبدو منها التناقض المصلحي بين أطرافها ... » [٢] .

وثمة مسألة بالغة الأهمية أثارها بعض فقهاء القانون تتناول وجوه الاختلاف بين السهم في شركات الأموال وحصة الشريك في شركات الأشخاص ، وترجع أهمية هذه المسألة إلى ما يترتب عليها من آثار ، وما يرتبط بها من حقوق والتزامات ، وما يتعلق بها من أحكام .

وقد ذهب أحد هذه الآراء إلى القول أن معيار التمييز بين السهم والحصة يكمن في مدى مسؤولية المساهم ؛ فنكون بصدد حصة إذا كان الشريك ملزمًا بديون الشركة حتى على أمواله الخاصة ، بينما يتعلق الأمر بسهم إذا كان ملزمًا في حدود قيمة أسهمه [٣] .

ورغم أهمية هذا المعيار فإنه لم يسلم من النقد على أساس أن الشركاء الموصون في شركة التوصية البسيطة - وهي من شركات الأشخاص - لا يسألون - وهم أصحاب حصص - عن ديون الشركة إلا بقدر حصصهم فيها [٤] .

ومن المعروف أن مسؤولية المساهم عن ديون الشركة وخسائرها في شركات المساهمة محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم فيها ، على عكس شركات الأشخاص ؛ حيث القاعدة فيها أن مسؤولية الشركاء عن ديون الشركة مسؤولية شخصية وتضامنية .

---

(١) د. أبو زيد رضوان ، مرجع سابق ، ( ص ٩٨ ، ٩٩ ) .

(٢) المرجع السابق ، ( ص ٩٩ ) .

(٣) نقلًا عن د. صرخوة ، مرجع سابق ، ( ص ٩٣ ) Ducaurry Bonnier et Roustain .

(٤) د. صرخوة ، مرجع سابق ، ( ص ٩٢ ) .

وثمة اتجاه آخر ذهب إلى أن المعيار المميز بين السهم والحصة يكمن في الطريقة التي يتم بها انتقال الحقوق ، وأن قابلية السهم للتداول هي الحقيقة البارزة التي تميز السهم عن حصة الشريك في شركات الأشخاص ، والتي لا يجوز التنازل عنها إلا بموافقة الشركاء، وأن حرية تداول السهم تتفق وطبيعة شركات المساهمة التي لا تقوم على الاعتبار الشخصي بعكس الحال في شركات الأشخاص ، وبذلك يتمكن المساهم من الحصول على قيمة أسهمه دون أن يترتب على ذلك ضير للشركة أو لدائنيها ؛ فالشركة لا ترد إلى المساهم المتنازل القدر الذي ساهم به في رأسمالها ، ولكنها تستقبل مساهمًا جديدًا بدلًا من المساهم المتنازل ، وتبعًا لذلك يظل رأس مال الشركة ثابتًا لا يتغير ، فلا يضار الدائنون ولا ينتقص مالهم من ضمان عام على رأس المال (١) .

**خصائص الأسهم :**

**١ - الأسهم عبارة عن أنصبة متساوية القيمة :**

يقسم رأس مال شركة المساهمة إلى أسهم متساوية القيمة وهذه القيمة المتساوية هي القيمة الاسمية التي يصدر بها السهم ، وعلى هذا نص القانون رقم ( ١٥٩ ) لسنة ( ٨١ ) الخاص بإصدار قانون شركات المساهمة في مصر ، والذي يقضي في المادة ( ٣١ ) منه على الآتي : « يقسم رأس مال الشركة إلى أسهم اسمية متساوية القيمة ؛ بحيث لا تقل عن خمسة جنيهات ولا تزيد على ألف جنيه » وكذلك ما نصت عليه المادة ( ٩٩ ) من قانون الشركات التجارية الكويتي ، « بأن يقسم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية لا تقل القيمة الاسمية لكل منها عن دينار واحد ولا تزيد عن خمسة وسبعين دينارًا » كذلك المساواة في الالتزامات التي يرتبها السهم .

**٢ - قابلية السهم للتداول بالطرق التجارية :**

من أهم خصائص السهم قابليته للتداول ، ومعنى قابليته للتداول هو إمكان انتقال ملكيته من شخص لآخر بأي طريق من طرق انتقال الملك كالبيع والهبة والوصية والإرث ، فبإمكان أي مساهم أن يبيع أسهمه أو بعضها عند رغبته في ذلك ، وإنهاء علاقته مع الشركة وإحلال شريك أو شركاء آخرين مكانه ، ويحصل ذلك دون إذن

---

(١) أ.د. مصطفى كمال طه ، القانون التجاري ، شركات الأموال ، وفقًا للقانون ( ١٥٩ ) لسنة ( ٨١ ) ، ( ط ٨٢ ) ، ( ص ٦٦ ) .

خاص من الشركة أو الشركاء ، ما لم يكن في نظامها نص يوجب الإبلاغ حين البيع فتنتقل ملكيته بالإيجاب والقبول بشرط التسليم إن كان لحامله ، وبالقيد في دفاتر الشركة إن كان اسميًا ، أو بطريق التظهير - أي بطريقة الكتابة على ظهر السهم بما يفيد انتقال الملكية إلى المظهر إليه ودون حاجة إلى الرجوع إلى الشركة - إذا ما كانت الأسهم إذنية أو لأمر .

**٣ - عدم قابلية السهم للتجزئة :**

تعني عدم قابلية السهم للتجزئة ، أنه لا يجوز أن يتعدد مالكوها أمام الشركة إذا آلت ملكية السهم إلى أكثر من شخص نتيجة لإرث أو هبة أو وصية ، فإن هذه التجزئة وإن كانت صحيحة بين هؤلاء ، إلا أنها لا تسري في مواجهة الشركة ، ويتعين على هؤلاء أن يختاروا شخصًا واحدًا من بينهم أو من الغير ليمثلهم أمام الشركة ، ولعل عدم تجزئة السهم تسهل مباشرة الحقوق التي يخولها في الشركة لا سيما حق التصويت في الجمعيات العمومية ؛ إذ لا يتصور أن يكون هذا الحق قابلًا للتجزئة (١) .

ويحبذ القانون الكويتي شأنه شأن القانون العراقي ، والقانون القطري ، والقانون الأردني ، أن يشترك في ملكية السهم شخصان أو أكثر على أن يمثلهم أمام الشركة شخص واحد ، ويعتبر الشركاء مسؤولين بالتضامن عن الالتزامات المترتبة على هذه الملكية في مواجهة الشركة ولم يذكر أي من التشريعين المصري والفرنسي حكم هذه المسألة ، أي : إذا ما كان من الجائز أن يمتلك عدة أشخاص من البداية سهمًا ويمثلهم واحد من بينهم في مواجهة الشركة (٢) .

**أنواع الأسهم :**

تتعدد أنواع الأسهم وتتباين بتباين أسس تقسيمها ، أي من حيث الزاوية التي ينظر إلى الأسهم من خلالها ؛ فقد تكون الأسهم اسمية أو لحاملها ، وذلك من حيث النظر إلى شكل السهم ، وقد تكون نقدية أو عينية من حيث النظر إلى قيمة الحصة التي يقدمها المساهم ، وقد تكون عادية أو ممتازة من حيث النظر إلى الحقوق التي ترتبها والمزايا التي تخولها للمساهمين ، وقد تكون أسهم تمتع أو أسهم رأس المال بالنظر إلى

(١) د. أبو زيد رضوان ، مرجع سابق ، ( ص ١٠٢ ) .

(٢) د. صرخوة ، مرجع سابق ، ( ص ٩٩ ) .

علاقتها برأس المال واسترداد قيمتها أثناء حياة الشركة .

ونتناول فيما يلي كل نوع من هذه الأنواع على وجه التفصيل :

**أولًا : من حيث الشكل :**

**١ – الأسهم الاسمية ( Nominal Shares ) :**

السهم الاسمي هو الذي يحمل اسم صاحبه ويتم تداول هذا النوع من الأسهم بطريق القيد في السجل المخصص لذلك « سجل المساهمين » (١) .

وتميل الكثير من التشريعات إلى الأخذ بالأسهم الاسمية ؛ بل إن بعض التشريعات مثل القانون المصري والقانون الكويتي والقانون السوري تقضي بأن تكون أسهم شركات المساهمة فيها أسهمًا اسمية وتحظر إصدار الأسهم لحاملها (٢) .

**٢ – الأسهم لحاملها ( Bearer Shares ) :**

السهم لحامله هو الصك الذي لا يذكر به اسم المساهم ، ويعتبر حامل السهم مالكًا له ، ونظرًا لاندماج الحق مع السهم فإن هذه الأسهم تعتبر من المنقولات المادية التي ينطبق بشأنها قاعدة : « الحيازة في المنقول سند الملكية » (٣) .

وإذا كانت بعض التشريعات تحظر إصدار هذا النوع من الأسهم فإن بعض التشريعات لا تمانع في إصدارها مثل القانون العراقي والقانون اللبناني فضلًا عن القانون الفرنسي والقانون الألماني .

**ثانيًا : من حيث طبيعة الحصة التي يقدمها المساهم :**

**١ – الأسهم النقدية ( Cash Shares ) :**

عرفها بعض القانونين بأنها : الأسهم التي تمثل حصصًا نقدية في رأس مال شركة المساهمة (٤) ، وقريبًا من هذا التعريف عرفها بعضهم بأن الأسهم تكون نقدية إذا كانت

---

(١) د. سميحة القليوبي ، القانون التجاري ، ( ٨١/٢ ، ٢١٠ ) ، دار النهضة .

(٢) بصدور قانون سوق رأس المال رقم ( ٩٥ ) لسنة ( ٩٢ ) أصبح من حق الجهات المصدرة للأسهم إصدار أسهم لحامله بما لا يجاوز ( ٢٥٪ ) من جملة رأس المال المصدر ، ووضعت الكثير من القيود والتي تؤدي إلى إحجام العامة عن الاكتتاب فيها عملًا .

(٣) المرجع السابق ، وأيضًا د. أبو زيد رضوان ، مرجع سابق ، ( ص ١٠٥ ) .

(٤) د. مصطفى كمال طه ، مرجع سابق ، ( ص ٦٨ ) .

الحصة المقدمة مقابلًا لها قد تمت نقدًا ، سواء بعملة قانونية أو شيك أو أية أوراق تجارية قابلة للانتقال والتداول [١] .

٢ - **الأسهم العينية** ( vendor 's shares ) :

هي الأسهم التي تمثل حصصًا عينية في رأس مال الشركة ، ولما كانت الحصص العينية المقدمة من الشركاء تحتاج إلى نوع من الحماية القانونية أكبر مما تحتاجه الأسهم النقدية ؛ إذ قد يتم تقويم هذه الحصص بأكثر من قيمتها الحقيقية مما قد يؤدي إلى إلحاق الضرر بالشركة والدائنين ، وبحماية المساهمين الذين قدموا حصصًا نقدية ؛ لذلك تحظر بعض التشريعات كالتشريع المصري والفرنسي تداول هذا النوع من الأسهم قبل انقضاء عامين من تاريخ إنشاء الشركة ، بينما يجوّز القانون الإنجليزي إصدار أسهم لقاء حصص عينية على أن ينص على ذلك في النظام الأساسي للشركة ، ويكون تقديم الحصص حينئذ مشروعًا ، وليس للشركة أن تناقش تقويمه شريطة :

١ - ألا يكون ثمة دليل على الغش أو عدم المبالاة المصحوب بسوء نية بالنسبة لتقويم هذه الحصص .

٢ - أن تتضمن نشرة الاكتتاب تحديدًا للحصص العينية [٢] .

**ثالثًا : من حيث الحقوق التي ترتبها والمزايا التي تخولها :**

١ - **أسهم عادية** ( ordinary shares ) common stock :

هي تلك التي لا تخول لحاملها أي حق ذي طبيعة خاصة ، وعند تصفية الشركات وبعد دفع حقوق الدائنين وحصول ذوي الحقوق الممتازة على حقوقهم إن كان ذلك مقررًا بمقتضى مواد نظام الشركة ، فإن المساهمين يتقاسمون ما تبقى من موجودات الشركة ، أو ما يعبر عنها الفقهاء الإنجليز بلفظ ( equity ) أي حقوق الملكية [٣] .

كما تعرف الأسهم العادية بأنها : « التي لا يتقرر لها امتياز خاص على غيرها من

---

(١) د. صرخوة ، مرجع سابق ، ( ص ١٤١ ) .

(٢) إلا أن قانون سوق رأس المال المصري رقم ( ٩٥ ) ، لسنة ( ٩٢ ) ، ألغى النصوص المقيدة ، والتي تقضي بعدم تداول هذه الأوراق قبل مضي عامين من تاريخ إنشاء الشركة ، ولكنه اشترط في ذات الوقت أن تكون قيمة الأسهم العينية مطابقة لقيمة الحصة دفعًا للضرر عن باقي المساهمين والدائنين .

(٣) د. صرخوة ، المرجع السابق ، ( ص ١٠٧ ) .

الأسهم سواء فيما يتعلق بتوزيع أرباح الشركة سنويًا أو بقسمة صافي موجودات الشركة عند تصفيتها » (١) .

وقد وقع اختيارنا على تعريف أكثر شمولاً لأحد المعاجم الأجنبية والذي عرفها بأنها أكبر أنواع الأسهم شيوعًا ، وأنها التي ينعقد لمالكيها الحق في اقتسام الأرباح المحققة بعد دفع التوزيعات الخاصة بالأسهم الممتازة وقبل صرف أرباح الأسهم المؤجلة ، ويلمس هذا التعريف نقطة مهمة من حيث تحمل هذه الأسهم لمعظم المخاطرة .

( Ordinary shares the largest class of shares, the owners of which have the right to share in the profits of the company after the preference shares have been paid their dividened but before the deffered shares.
Ordinary shares carry most the risks. if the profits are low they get little or no dividend. but if profits are high they may get higher retun than do the holders of other classes of capital ) (٢) .

**الأسهم الممتازة** ( preference shares ) :

الأسهم الممتازة - كما يتضح من تسميتها - : هي التي تخول لأصحابها أولوية أو أفضلية يختص بمقتضاها حملة هذه الأسهم دون غيرهم ببعض المزايا (٣) .

ويبرز بعض فقهاء القانون لجوء الشركات لإصدار الأسهم الممتازة بقولهم : أنه إذا كانت القاعدة هي المساواة بين جميع الأسهم في شركات المساهمة إلا أن الضرورات العملية قد تغلبت على الاعتبارات النظرية التي تقضي بإعمال مبدأ المساواة بين المساهمين ، وساقوا للتدليل على ذلك الأمثلة التالية :

١ - قد تحتاج الشركة إلى أموال جديدة فلا تسعفها في ذلك فكرة إصدار أسهم عادية ؛ فتصدر الشركة هذا النوع من الأسهم وهو ما يساعدها على أن تنهض من كبوتها وأن تجتاز محنتها .

٢ - قد ترى الشركة أنه لا مناص من إجراء التصفية ؛ الأمر الذي يتعرض معه الدائنون لخطر عدم الاستيلاء على شيء ، وقد يقبلون وفاءً لديونهم تسلم أسهم ممتازة .

---

(١) وزارة شؤون الاستثمار والتعاون الدولي ، البورصة والأحداث المالية ، ( ص ٤٦ ) .
(٢) longman Dict. of Business English.
(٣) د. صرخوة ، مرجع سابق ، ( ص ١٠٨ ) .

إلا أن من ساق هذه المبررات عاد ليسجل ما يشوب هذه الأسهم من عيوب ، وما تتعرض له من نقد على أساس أنها تخلق نوعًا من الطائفية بين المساهمين (١) .

وقد أنصف القضاء الإنجليزي في القول عندما ذهب إلى أن حق السهم الممتاز حق سلبي ؛ بمعنى أنه يقوم على منع أصحاب الأسهم العادية من استلام أية أرباح إلا بعد حصول أصحاب الأسهم الممتازة على النسبة المقررة لهم في الأرباح (٢) .

هذا وتجيز بعض التشريعات العربية والأجنبية الأسهم الممتازة ؛ فهي جائزة في التشريع السوري بمقتضى المادة ( ١٩٨ ) ، والتشريع السعودي بمقتضى المادة ( ١٠٣ ) ، والتشريع اللبناني بمقتضى المادة ( ١١٠ ) .

والجدير بالذكر أنه رغم أن القانون المصري رقم ( ٦٠ ) لسنة ( ٧١ ) الخاص بالمؤسسات وشركات القطاع العام رقم ( ٢٦ ) لسنة ( ٥٤ ) قد وقف منها موقفًا سلبيًا ، فلم يصرح بجوازها ولم ينص على منعها ، إلا أن القانون رقم ( ١٥٩ ) لسنة ( ١٩٨١م ) تجاوز موقف التشريعات السابقة من هذه الأسهم ، فأجاز إصدار الأسهم الممتازة على إطلاقها ، سواء من حيث الأرباح أو تقسيم الموجودات ؛ بل وتجاوز ذلك أيضًا إلى حق التصويت في الجمعية العامة للمساهمين ، ولقد أشارت إلى ذلك الفقرة الثانية من المادة ( ٣٥ ) من القانون المذكور بقولها : « يجوز أن ينص النظام على تقرير بعض الامتيازات لبعض أنواع الأسهم ، وذلك في التصويت أو الأرباح أو ناتج التصفية » (٣) .

هذه الإضافة من جانب المشرع اقتضتها سياسة الانفتاح على الغرب في ذلك الحين ، وهو الذي يرى أن الضرورات العملية قد تغلبت على الاعتبارات النظرية « الأخلاقية » ، التي تقضي بإعمال مبدأ المساواة بين المساهمين .

أمَّا التشريع الأردني فقد أكد في وضوح رفضه لمبدأ إصدار أية أسهم ممتازة حين قرر في المادة ( ٤٧/٢ ) أن تصدر شركات المساهمة أسهمًا وإسناد قرض « قرض سندات » (٤) ،

---

(١) د. صرخوة ، مرجع سابق ، ( ص ١١٠ ) .

(٢) نفس المرجع ، ( ص ١١٢ - ١١٤ ) .

(٣) د. أبو زيد رضوان ، مرجع سابق ، ( ص ١٠٧ ) وإلى هذا أيضًا ذهبت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال في المادة التاسعة .

(٤) يفرق الأردنيون بين السندات والإسناد لأغراض تصنيفية بحتة ، وذلك بهدف التمييز بين السندات الحكومية والسندات التي تصدرها المؤسسات والشركات العامة ، فالفرق هنا لفظي . انظر : أسواق رأس المال ، =

وهي متساوية في الحقوق والواجبات ولا يجوز التمييز بينهما إطلاقًا (١) .

**طبيعة الأسهم الممتازة :**

والأسهم الممتازة هجين ( Hybrid ) أو خليط من الأسهم العادية ( Common Stock ) والقرض ( Debt ) فهي أشبه بالدين من حيث إنها تمثل التزامًا ثابتًا بقيمة الفائدة المحدد سعرها سلفًا بنسبة من قيمتها الاسمية ، إلا أنها تختلف عن القرض من حيث إن فوائد القرض لا ترتبط بنتيجة النشاط ربحًا أو خسارة ، وتوقف الشركة عن سداد فوائد القرض ( Default of Payments ) يشير إلى إعسار الشركة فنيًا وماليًا وذلك في حالة ما إذا أخفقت في تحقيق فائض يكفي لسداد هذه الفوائد ، بينما الفائدة المقررة للأسهم الممتازة ترتبط بنتيجة النشاط ، فإذا أخفقت الشركة وكان عائد النشاط سالبًا لم يكن هناك وجه لإلزام الشركة بالسداد وعلى الوجه الذي سنبينه تفصيلًا فيما بعد .

وكذلك تختلف عن القرض من حيث إن هناك تاريخًا محددًا لسداد قيمة القرض بينما لا يوجد تاريخ لاستحقاق القيمة الاسمية للأسهم الممتازة .

كذلك تقف الأسهم الممتازة موقفًا وسطًا بين الأسهم العادية والسندات من حيث استرداد القيمة الاسمية للأسهم ؛ إذا تكون الأولوية لحاملي السندات ، وبذلك يتأخر أصحاب الأسهم الممتازة عن أصحاب السندات أو القرض ويتقدمون في ذات الوقت أصحاب الأسهم العادية .

**الحقوق التي تخولها الأسهم الممتازة :**

تخول هذه الأسهم لحامليها نوعين من الحقوق بعضها حقوق مالية والأخرى غير مالية .

**أولًا : الحقوق المالية :**

١ - لأصحاب الأسهم الممتازة حق الأولوية في الأرباح التي تحققها الشركة ؛ فتوزع عليهم حصة من الأرباح بنسبة محددة من القيمة الاسمية للأسهم التي يمتلكونها قبل التوزيع على أصحاب الأسهم العادية ، وقد تستغرق هذه الحصة الفائض القابل للتوزيع

---

= صندوق النقد العربي ، ( ص ١٧٠ ) عام ( ١٩٨٥م ) .

(١) د. صرخوة ، مرجع سابق ، ( ص ١١٢ ، ١١٣ ) .

بحيث لا تبقى لأصحاب الأسهم العادية شيئًا يمكن توزيعه عليهم .

٢ - لما كانت الأسهم الممتازة إما متجمعة الأرباح ( Cumulative ) أو غير متجمعة الأرباح ( Noncumulative preference shares ) فإذا ما كانت الأسهم متجمعة الأرباح فإن حق المساهم في أرباح الشركة لا يسقط بإخفاق الشركة في تحقيق فائض في إحدى السنوات أو حتى لبضع سنوات ، وتلزم الشركة بأداة حصة هذه الأسهم في الأرباح في السنوات التالية عن سنوات العجز أو الخسارة متى حققت فائضًا يسمح لها بأدائها ، والأغلب والأعم في مختلف التشريعات أن تكون متجمعة الأرباح .

٣ - ولما كانت الأسهم الممتازة إما مشاركة في الأرباح أو غير مشاركة ( Participating preference shares ) فإن كونها من النوع الأول يخول لحامليها الحق في مشاركة أصحاب الأسهم العادية في الأرباح المتبقية بعد حصولهم على الحصة المقررة للأسهم الممتازة .

٤ - يكون لأصحاب الأسهم الممتازة حق الأولوية في استيفاء القيمة الاسمية لأسهمهم من موجودات الشركة إذا ما تقرر تصفيتها ؛ بمعنى أن أصحاب الأسهم العادية لايستأدون حقوقهم في موجودات الشركة إلا بعد حصول أصحاب الممتازة على حقوقهم فيها .

**ثانيًا : الحقوق غير المالية :**

من الحقوق غير المالية التي تتمتع بها الأسهم الممتازة تعدد الأصوات في الجمعية العامة للمساهمين ، فتكون الأسهم ذات أصوات متعددة ( Multiple voting shares ) إذا خولت صاحبها الحق في أكثر من صوت في الجمعيات العامة .

**رابعًا : من حيث جواز إخراج الشريك باستهلاك أسهمه أثناء حياة الشركة :**

تنقسم الأسهم إلى : أسهم رأس المال ، وأسهم تمتع :

**١ - أسهم رأس المال :**

يُقصد بأسهم رأس المال : الأسهم التي لم يتسلم أصحابها قيمتها أثناء حياة الشركة (١) .

والأصل أن الأسهم لا تستهلك طالما أن الشركة باقية على قيد الحياة ، وذلك بحسبان أن السهم يمثل حصة الشريك ؛ ومن ثم لا يكون له الحق في أن يسترد حصته

---

(١) د. صرخوة ، مرجع سابق ، ( ص ١٢٦ ) د. سميحة القليوبي ، مرجع سابق ، ( ص ٢٠٧ ) .

من الشركة ؛ لأن حقه يتمثل في أصول يتعذر تصفيتها لحساب أحد الشركاء .. فضلًا عما يمكن أن يحيق بها في هذه الحالة من أضرار ، إلا أن الطريق ليس مغلقًا أمام الشركاء ؛ إذ بوسع أي شريك أن يخرج من الشركة ويصفي حصته عن طريق بيع أسهمه في سوق الأوراق المالية وقتما يشاء ودون الرجوع إلى باقي الشركاء .

ولما كان حق الشريك في البقاء في الشركة أمر لا ينازع ؛ لذلك فإن إجباره على الخروج منها أمر غير وارد إلا في حالات استثنائية تعد خروجًا على الأصل العام وخرقًا للقاعدة العامة على ما سنبيِّنه بعد من خلال تناولنا لأسهم التمتع .

٢ - **أسهم التمتع** ( Redeemable Shares ) :

تعرف أسهم التمتع بأنها : الصكوك التي يتسلمها المساهم والتي بمقتضاها يحصل على القيمة الاسمية لسهمه على أثر عملية تسمى باستهلاك رأس المال [(١)] .

ويعرفها الآخرون بأنها : الأسهم التي تعطى للمساهم التي استهلكت أسهمه في رأس المال أثناء حياة الشركة [(٢)] .

ويقصد باستهلاك السهم : قيام الشركة بدفع قيمته الاسمية أثناء حياتها ودون انتظار لتصفيتها أو انتهاء أجلها [(٣)] .

ويستفيد أصحاب أسهم التمتع من جميع الحقوق التي يستفيد منها أصحاب الأسهم العادية ؛ إذ يمنح السهم لصاحبه صفة الشريك والحقوق المتصلة بهذه الصفة ، فيعطي هذا السهم لحامله حقًّا في التصويت في الجمعيات العامة للمساهمين وحقًّا في الأرباح السنوية ، وحقًّا في موجودات الشركة بعد تصفيتها ، لكن بعد أن يستوفي أصحاب رأس المال القيمة الاسمية لأسهمهم .

وتختلف أسهم التمتع عن أسهم رأس المال في أنها لا تعطي لصاحبها كل حقوق أسهم رأس المال في الأرباح ؛ إذ ينص نظام الشركة في العادة على إعطاء أسهم رأس المال نسبة معينة من الأرباح ، ثم يوزع فائض الربح بالتساوي بين أسهم رأس المال وأسهم التمتع ، ولهذه الأسباب فإن أسهم التمتع يجري تداولها في سوق الأوراق المالية بقيمة

---

(١) د. صرخوة ، مرجع سابق ، نفس الصفحة .

(٢) د. أبو زيد رضوان ، مرجع سابق ، ( ص ١٠٨ ، ١٠٩ ) .

(٣) المرجع السابق ، ( ص ١٠٩ ) .

سوقية أدنى من قيمة أسهم رأس المال (١) .

أمَّا عن الأسباب التي تدفع الشركة إلى استهلاك أسهمها أثناء حياة الشركة وهو ما يعد - كما سبق التنويه - خروجًا عن الأصل العام أو القواعد العامة ، فيمكن حسمها في الحالات الآتية :

١ - إذا كانت الشركة قد حصلت على امتياز من الحكومة أو غيرها من الهيئات العامة لمدة معينة لاستغلال مورد معين من موارد الثروة الطبيعية أو مرفق من المرافق العامة تؤول بعدها ممتلكات الشركة للجهة المانحة للامتياز فتصير ملكًا خالصًا لها وبلا مقابل .

٢ - أو أن تكون موجودات الشركة مما يهلك بالاستعمال ومن ثم يستحيل حصول المساهمين على قيمة الأسهم عند انقضاء الشركة .

ولا يعتبر استهلاك الشركة لأسهمها ردًّا لجزء من رأس مالها ، ولا هو من قبيل التوزيعات الاستثنائية لأرباحها ؛ بل يعتبر وفاءً معجلًا لنصيب المساهم في رأس مال الشركة ، كما أن استهلاك الأسهم ليس إجباريًّا بل هو أمر جوازي ؛ لأن الشركة ليست مدينة حقًّا تجاه المساهمين .

**طريقة الاستهلاك :**

أما عن طريقة الاستهلاك فقد تقرر الشركة استهلاك بعض الأسهم كالربع أو الثلث كل عام ، وتعين الأسهم التي تستهلك بطريق القرعة وتنظم عملية الاستهلاك بحيث يتم الوفاء بكل قيمة الأسهم عند انقضاء الشركة .

على أنه من الطرائف التي يثيرها القانونيون فيما لو قامت الشركة باستهلاك أسهمها ، وبفرض أن المساهم الذي استرد قيمة أسهمه لا يحصل على أسهم تمتع ؛ فمن هو صاحب الحق في موجودات الشركة « أصولها » وكذا أرباحها ؟ لا شك أن المخرج الوحيد هو منح هؤلاء المساهمين أسهم تمتع بحيث لا نقطع صلتهم بالشركة ، ويظل حامل هذا السهم شريكًا كما كان قبل تغيير أسهمه (٢) .

---

(١) د. مصطفى كمال طه ، مرجع سابق ، ( ص ١٢ - ٧١ ) .

(٢) د. مصطفى كمال طه ، مرجع سابق ، ( ص ٦٨ - ٧١ ) .

**موقف الفقه الإسلامي من صكوك الأسهم التي تصدرها الشركات :**

تباين رأي الفقهاء المعاصرين في هذه المسألة ؛ فمنهم من حرم التعامل بها مطلقًا ، ومنهم من أباح التعامل بها مطلقًا ، ومنهم من أباحها بشرط خلوها من الربا ومن كل ما يستوجب الحرمة ، ومنهم من فرق بين أنواع الأسهم التي تصدرها الشركات ، فقال : أن من الأسهم ما هو حلال ومنها ما هو حرام .

ونتناول فيما يلي آراء المعاصرين في اقتضاب لا يخل وإسهاب - إذا اقتضى الأمر ذلك - لا يمل :

**أولًا : أدلة من قال بالتحريم :**

١ - أن أسهم الشركة تمثل ثمن الشركة وقت تقديرها ، ولا تمثل رأسمالها عند إنشائها .

٢ - السهم جزء لا يتجزأ من كيان الشركة وليس جزءًا من رأسمالها ؛ فهذه الأسهم بمثابة سندات بقيمة موجودات الشركة .

٣ - ليست الأسهم موحدة القيمة في كل السنين بل تتفاوت قيمتها وتتغير ، وعلى ذلك فالسهم لا يمثل رأس المال المدفوع عند تأسيس الشركة ، وإنما يمثل رأس مال الشركة عند البيع ، فهي كورقة النقد يهبط سعرها إذا كانت سوق الأسهم منخفضة وترتفع حين تكون مرتفعة ؛ فالسهم بعد بدء الشركة في العمل انسلخ عن كونه رأس مال وصار ورقة مالية لها قيمة معينة .

٤ - أن شركة الأسهم عقد باطل ؛ لأنها تتضمن مبالغ المخلوط من رأس مال حلال ، ومن ربح حرام في عقد باطل ومعاملة باطلة دون أي تمييز بين المال الأصلي والربح ، وبذلك صارت الأسهم مالًا حرامًا لا يجوز بيعها ولا شراؤها ولا التعامل بها (١) .

**ثانيًا : الرأي عند من قال بالإباحة :**

ومن الفقهاء المعاصرين الذين قالوا بالإباحة الدكتور محمد يوسف موسى ، والشيخ محمود شلتوت ، والشيخ عبد الوهاب خلاف ، وعلي الخفيف ، والدكتور غريب الجمال وآخرون ، ويقول د. محمد يوسف موسى : « والغالب أن الشركات تقسم

(١) الشيخ تقي الدين البنهاني ، مرجع سابق ، ( ص ١٤١ ، ١٤٢ ) ، نقلًا عن د. المرزوقي ، ( ص ٣٤٠ ) .

رأس مالها إلى أسهم يكتتب فيها من يريد ، وتكون أسهمه عرضة للخسارة أو الربح تبعًا للشركة ، ولا ريب في جواز المساهمة في الشركات بملكية عدد من أسهمها لتوفر الشروط الشرعية فيها ؛ ولأن لها حقها من الربح وعليها نصيبها من الخسارة ؛ فالربح يستحق تارة بالعمل ، وتارة بالمال ، ولا شيء من الربا وشبهته في هذه العملية » (١) .

وقال الشيخ محمود شلتوت شيخ الأزهر سابقًا : « الأسهم من الشركات التي أباحها الإسلام باسم المضاربة ، وهي التي تتبع الأسهم فيها ربح الشركة وخسارتها » (٢) .

أما الدكتور غريب الجمال فقد أجاز تملك الأسهم والتعامل عليها بيعًا وشراء ما لم تتعامل في محرم فقال : « إصدار الأسهم وملكيتها وبيعها وشراؤها والتعامل بها حلال لا حرج فيه ، ما لم يكن عمل الشركة التي تكونت من مجموعة الأسهم مشتملًا على محظور أو كانت تتعامل بالفوائد الربوية » (٣) .

وقد أفتى العلامة الشيخ بدر المتولي عبد الباسط من خلال رده على من سأل عن الحكم الشرعي في شراء أسهم شركات أجنبية ، إلا أنها إذا احتاجت اقترضت ، وإذا فاض لديها المال أقرضت بقوله :

« فإن مبدأ المشاركة في أسهم شركات صناعية تجارية أو زراعية مبدأ مسلم به شرعًا ؛ لأنه خاضع للربح والخسارة وهو من قبيل المضاربة المشتركة التي أيدها الشارع على شرط أن تكون هذه الشركات بعيدة عن المعاملة الربوية أخذًا وعطاءً » وأنه فهم من الاستفتاء أن هذه الشركات تتعامل بالربا أخذًا وعطاءً ، وعلى هذا فإن المساهمة فيها تعتبر مساهمة في عمل ربوي (٤) .

كما أفتى فضيلة الشيخ حسن مأمون شيخ الجامع الأزهر سابقًا بأن شركات المساهمة جائزة شرعًا عند جميع الأئمة وأنه قد أفتى بها المفتون ، إلا أنه يجب ألا يستعمل مالها بفائدة أو ربًا أو بيع أو شراء شيء محرم في الشريعة الإسلامية (٥) .

---

(١) الإسلام ومشكلاتنا الحاضرة ، د. محمد يوسف موسى ، ( ص ٥٨ ) نقلًا عن د. المرزوقي .
(٢) الفتاوى للشيخ محمود شلتوت ، ( ص ٣٢٥ - ٣٥٥ ) .
(٣) د. غريب الجمال ، النشاط الاقتصادي في ضوء الشريعة الإسلامية ، ( ص ٢٢٢ ) نقلًا عن د. المرزوقي .
(٤) الفتاوى الشرعية في المسائل الاقتصادية ، بيت التمويل الكويتي ، باب التجارة بالأسهم ، ( ص ٥٥ ) .
(٥) الفتاوى الإسلامية في القضايا الاقتصادية ، كتاب الأهرام الاقتصادي ، الجزء الثاني ، مايو ( ١٩٨٩م ) .

**مناقشة آراء المحرمين :**

**أولاً** : قولهم : أن أسهم الشركة تمثل ثمن الشركة وقت تقديرها ، ولا تمثل رأسمالها عند إنشائها ، مردود عليه بأنه لا وجه لما قالوا ؛ لأن ثبات حصة الشريك في الشركة رغم نمائها أو تآكل أموالها ينطوي على أكل أموال الناس بالباطل ؛ فالأصل في النشاط الاقتصادي هو النمو والاستثناء هو السكون وهذا الأخير يرتبط بالتخلف والجمود .

ومن المعروف أن طبيعة أنشطة شركات المساهمة والنظم واللوائح الحاكمة لها والقوانين والتشريعات التي تخضع لها هذه الشركات تقتضي قيامها باقتطاع جزء من أرباحها لتدعيم المركز المالي للشركة في شكل احتياطات تظهر في جانب الخصوم بالميزانية باعتبارها موردًا ماليًا ومصدرًا تمويليًا ، وتظهر في ذات الوقت في جانب الأصول في شكل أصول رأسمالية أو أصول مالية أو مخزون سلعي ، ومؤدى ذلك أن الأرباح المحتجزة ( Retained earnings ) أو غير الموزعة وهي من حقوق المساهمين تعد من أفضل وسائل التمويل والتي تتمكن من خلالها هذه الشركات من زيادة مواردها المالية وبالتالي مواجهة برامجها التنموية والتوسعية فضلًا عن عمليات التطوير، والإحلال ، والتجديد . وتنعكس هذه المتغيرات في المركز المالي على قيمة السهم في أسواق الأوراق المالية ، وكلما كانت السوق على درجة عالية من الكفاءة ( Efficiency ) كانت هذه القيمة أقرب إلى القيمة الحقيقية للسهم ، ويرى علماء التمويل والاستثمار أن قيمة الشركة من وجهة نظر المجتمع تتمثل في مجموع القيم السوقية لأسهم الشركة .

ومن جماع ما تقدم يبين أنه لا وجه للاعتراض المتقدم .

**ثانيًا** : قولهم بأن السهم ليس جزءًا من رأس المال ، وأن هذه الأسهم ما هي إلا سندات بقيمة موجودات الشركة .

هذا القول لا يستحق عناء الرد ؛ إذ كيف تكون حصص الشركاء سندات ؟ ومَنْ الدائن ؟ ومَنْ المدين ؟ وكيف تخضع للربح والخسارة ؟ ومتى يكون هذا الدَّين مستحق الوفاء ؟ لا شك أنه لا توجد شبهة واحدة في كون هذه الحصص أبعد ما تكون عن السندات ، وهو قول لا برهان له ولا دليل عليه .

**ثالثًا** : وأما اعتراضهم على تغير قيمة السهم من حين لآخر ، وأن أسعارها ليست واحدة في كل السنين ، وأنها عرضة للارتفاع والانخفاض ، وأنها في ذلك أشبه

بالأوراق النقدية ؛ فمردود عليه بالآتي :

١ – أن القيمة السوقية تتحدد من خلال تفاعل قوى العرض والطلب .

٢ – أنه إذا ما تم التغاضي عن التقلبات المحدودة في السوق فإن الأسعار تميل إلى التحرك في الاتجاه الذي يستمر فترة طويلة من الزمن .

٣ – أن قيمة السهم تتحدد عند الأصوليين ( Fundamentalists ) وفقًا لقيمته الحقيقية أوما يسمى بالقيمة الذاتية ، وهذه القيمة تتحدد في ضوء قدرة المشروع على تحقيق الأرباح .

٤ – أن ارتفاع الأسعار وانخفاضها وتقلبها في مسار عشوائي من يوم لآخر نتيجة استفزاز عوامل الصعود والهبوط من قبل بعض المضاربين غالبًا ما يكون محدودًا ؛ لأنه بوسعنا أن نتصور حواجز علوية وسفلية تصنعها آليات السوق تحول دون تجاوز الأسعار لتلك الأسوار .

٥ – أن العمليات المضاربية في بعض الأسواق والتي تؤدي إلى التأثير على الأسعار لم يعد من الصعب إزالة آثارها من خلال ما تقوم به لجان الأسعار في تلك الأسواق من إلغاء للعمليات الشاذة أو المشتبه فيها ، فضلًا عن وضع حدود عليا ( Ceiling ) لتمدد السعر ودنيا لهبوط السعر في نهاية كل جلسة ، ولعل في قيام أسواق الأوراق المالية بوظيفة الرقابة على الشركات من خلال تقويم أدائها ودراسة القرارات التي تصدرها وتحليل المعلومات التي تصل إليها فضلًا عن دراسة وتحليل مراكزها المالية وحساباتها الختامية ، ما يمكن هذه الأسواق من أن تكون مركزًا للمعلومات تزول بوجوده الجهالة عن موقف هذه الشركات ، وهو ما ينعكس على أسعار الأسهم إيجابًا وسلبًا أي صعودًا وهبوطًا ، فيكون ارتفاعها ثوابًا على حسن الأداء ، ويكون انخفاضها عقابًا للأسلوب السيئ للإدارة وانحطاط مستوى الأداء ، وإذا ما أطللنا إطلالة قصيرة على واقع الشركات ، وتتبعنا حركة التعامل واتجاهات الأسعار لوجدنا العديد من الشركات وقد هبطت أسهمها هبوطًا حادًا من خلال موجات نزولية متتابعة لتعبر عن واقع هذه الشركات والتي كان لأسهمها يومًا طنينًا في الآذان وشهرة ذائعة بين الناس.

ولنا أن نتساءل الآن أيهما أقرب إلى شرع الله وعدله ، أن يتعامل الناس اليوم بيعًا وشراءً بقيمة السهم الاسمية عند الاكتتاب أم بسعر تداوله في الأسواق يوم التعامل وبعد

حين من الزمان ، ووفقًا لظروف العرض والطلب وتقدير البائعين لعروض بيوعهم والمشترين لمشترواتهم ؟

إن تقييم الشركة بعد أن تكون قد استقرت أوضاعها وزاولت نشاطها وأعلنت عن نتائج أعمالها ، فاستبان منها إن كانت قد تزايدت أو تناقصت أصولها وتراجعت أو تراكمت أرباحها ونما أو تقلص نشاطها هو الذي يُعول عليه . إن تقويم الشركة في ظل هذه المعطيات من شأنه ألا يُعطي المال إلا في حق ، وأن يمنع من باطل ، وفي ذلك حيلولة دون أن يأكل الناس أموالهم بينهم بالباطل فلا يَظلمون ( بفتح الياء ) ولا يُظلمون ( بضمها ).

**رابعًا** : وأما قولهم بأن شركة المساهمة باطلة ، وما يصدر عن الباطل فهو باطل ، وأن أسهم هذه الشركات لا يجوز بيعها أو شراؤها ولا التعامل بها ، فإن قولهم لا برهان له ولا دليل عليه وحجتهم في ذلك داحضة ، وقد تم تفنيد هذه المقولة عند مناقشة حجج المحرمين لشركات المساهمة ، ولذلك فإن رأيهم لا يقطع به حكم ولا يترتب عليه حرمة .

**مناقشة آراء المبيحين :**

وأما المبيحون فمنهم من ذهب إلى جواز إنشاء الأسهم والتصرف فيها دون تمييز ، وهذا الإطلاق بالقطع لم يصادف الصواب ، ذلك أن من الأسهم ما هو صحيح جائز لا شبهة فيه ومنها ما هو حرام لا يجوز التعامل به .

ولذلك فإننا نذهب إلى ما ذهب إليه د. الخياط ود. المرزوقي من حيث وجوب التصدي لكل نوع من أنواع الأسهم على حدة ، مع التقيد بالأحكام التي انتهينا إليها بالنسبة لشركات المساهمة والتي تقوم بإصدار هذه الأسهم ، وقد أثبتنا في موضع متقدم أن شركة المساهمة جائزة عند أغلب الفقهاء المعاصرين ما لم تتعامل في الربا أخذًا أو عطاءً أو في المحرمات بيعًا أو شراءً .

وقبل أن نتناول الحكم الشرعي في أنواع الأسهم بالتفصيل نختتم أقوال الفقهاء المعاصرين في جواز إنشاء الأسهم وتداولها برأي الدكتور المرزوقي ، ونحن نتفق معه فيما انتهى إليه من كل وجه ، فضلًا عن سلامة استدلاله وقوة حجته [1] .

---

(١) د. المرزوقي ، مرجع سابق ، ( ص ٣٤٥ - ٣٤٩ ) .

١ - أسهم المساهم في الشركة ملك خاص له دون غيره ، ومن حق المالك التصرف في ملكه بما يشاء ما لم يترتب على بيعه إضرار بباقي الشركاء ، ومن هذه الحقوق حقه في بيع أسهمه ، لا سيما أن هذا الحق مشروط في نظام الشركات وقد جرى عليه عرف التجار ، ولا يصادم نصًّا من كتاب أو سنة ، قال : وأجيزه بناء على أن السهم هو حصة المساهم في الشركة .

٢ - جاء في المغني لابن قدامة الحنبلي : « وإن اشترى أحد الشريكين حصة شريكه منه جاز ؛ لأنه يشتري ملك غيره » (١) .

فقول صاحب المغني صريح في جواز بيع أحد الشركاء حصته من شريكه ويتخرج عليه جواز بيعها لأجنبي .

٣ - ولأن بيع أسهم في الشركة هو بيع نصيب شائع ، وبيع النصيب الشائع جائز ؛ « لذا جاز بيع وشراء الأسهم » .

٤ - وبيع السهم مباح أيضًا بقوله تعالى : ﴿ وَأَحَلَّ ٱللَّهُ ٱلْبَيْعَ ﴾ [البقرة: ٢٧٥] ، وليس من الأدلة ما يخصصه ، والقاعدة الشرعية : « أن الأصل في العقود الإباحة إلا ما دل الشرع على تحريمه » .

٥ - فإن ادَّعى مُدَّعٍ أن في بيع الأسهم غررًا ، قلنا له : ليس فيها غرر ؛ لأن شراء الأسهم بعد مزاولة الشركة نشاطها وبعد أن تتضح نتائج أعمالها وأرباحها أقرب إلى معرفة واقعها .

**الحكم الشرعي في كل نوع من أنواع الأسهم :**

**١ - الأسهم الاسمية :**

قدمنا أن السهم الاسمي هو الذي يحمل اسم صاحبه ، وكلمة السهم عند القانونيين تعني حق الشريك في الشركة ، كما تعني الصك المثبت لهذا الحق (٢) ، ولذلك يتفق الفقهاء المعاصرون المبيحون لشركة المساهمة على أن إثبات اسم الشريك على الصك المثبت للملكية هو الأصل الذي تصان به الحقوق ، ويضيف د. عبد العزيز الخياط « أن

---

(١) المغنى ، ( ٥/٤٥ ) .

(٢) د. مصطفى كمال طه ، القانون التجاري ، مرجع سابق ، ( ص ٧١ ) .

الشريك الذي ساهم في الشركة بتقديم حصة فيها له الحق في أن تحمل الصكوك المثبتة لحقه اسمه » [١] .

**٢ - الأسهم لحاملها :**

لما كانت هذه الأسهم كما يفهم من اسمها ملكًا لمن يحملها ؛ لذلك اعتبرها القانونيون من قبيل المنقولات المادية التي ينطبق بشأنها قاعدة « حيازة المنقول سند الملكية » وقد ذهب بعض القانونيين إلى الثناء على هذا النوع من الأسهم بقولهم عنها : « أنها الأداة الرائعة لمبدأ حرية التصرف في الأسهم في شركات المساهمة ، وأن هذه الأسهم يمكن تداولها بيسر وسهولة ؛ إذ يتم التداول إراديًا بمجرد التراضي بين الأطراف » ومع ذلك فقد كشف بعضهم النقاب عن سر إصدار هذا النوع من الأسهم فقالوا : « أنها تتسم بميزة أخرى هي عنصر الخفاء » وهو ما يوفر أكبر سرية لتوظيف الثروات ؛ لأنه يقال « الديمقراطية تحب الثروات المستترة » [٢] ، ( la democratie aime les fortunes obsecures ) .

وممن سبق لهم معالجة مسألة هذه الأسهم من الناحية الشرعية د. عبد العزيز الخياط والدكتور المرزوقي ، وانتهيا إلى أن هذه الأسهم باطلة وأنه يجب رد قيمتها إلى كل من ساهم فيها أولًا ، أو استبدالها بأسهم اسمية ، فإذا لم تفعل الشركة ذلك كانت شركة فاسدة [٣] ، وقد كان عمدتهما في عدم جواز إصدار هذا النوع من الأسهم في ضوء الفقه الإسلامي ، جهالة المشتري فمؤدى هذه الجهالة إضاعة الحقوق إذا ما سرقت هذه الصكوك أو فقدت إذ تصبح ملكًا لملتقطها إذا ما ضاعت ولمغتصبها إذا ما سرقت ، اتفاقًا مع القاعدة : « حيازة المنقول سند الملكية » ورأيا في ذلك تضييعًا لحقوق العباد ، وضررًا واقعًا بهما ، فما أفضى إلى الخصومة والضرر يمنع شرعًا ؛ لأن درء المفسدة مقدم على جلب المنفعة ، وجهالة المشتري ينتج عنها جهالة أهليته ، وقد يكون المساهم فاقدًا

---

(١) د. عبد العزيز الخياط ، مرجع سابق ، ( ٢/٢٢٠ ) .

(٢) د. صرخوة ، مرجع سابق ، ( ص ٢٣٠ ) .

(٣) مقالنا بالأهرام الاقتصادي تحت عنوان « لا للأسهم لحاملها » التي ألغاها القانون تعقيبًا على مقال سابق للمستشار محمود فهمي ، وكذلك عباس السيوفي الوسيط ببورصة الأوراق المالية ، العدد ( ١١٧٠ ) في ( ١٩٩١/٦/١٧م ) .

للأهلية وفاقد الأهلية لا يصح اشتراكه بنفسه [١] .

ومن المعروف أن الأهلية يقصد بها صلاحية الإنسان أو الشخص لصدور التصرفات منه على وجه يعتد به شرعًا ، وبعبارة أخرى هي صلاحية الشخص للإلزام والالتزام .

وعلى الرغم من وجاهة الأسباب التي ساقها د. الخياط ووافقها عليها ونقلها عنه

---

(١) وتنص المادة ( ٩٧٧ ) من القانون المدني المصري على أنه يجوز لمالك المنقول أو السند لحامله إذا فقده أو سرق منه أن يسترده ممن يكون حائزًا له بحسن نية ، وذلك خلال ثلاث سنوات من وقت الضياع أو السرقة فإذا كان من يودع الشيء المسروق أو الضائع في حيازته قد اشتراه بحسن نية في سوق أو مزاد علني أو اشتراه ممن يتجر في مثله ، فإن له أن يطلب ممن يسترد هذا الشيء أن يجعل له الثمن الذي دفعه .

بينما يلزم القانون الفرنسي عند فقد السهم لحامله أو سرقته إجراء ما يسمى بالمعارضة ، وتعرف المعارضة بأنها : إجراء رسمي يقوم به فاقد السهم أو وكيله يعلن فيه الشركة أو الهيئة التي أصدرت السهم الضائع أو المسروق واقعة الفقد ويحذرها في المعارضة بالامتناع عن إعطاء أي شخص قيمة السهم أو ما يتصل به من حقوق كالأرباح وغيرها ، وبالنسبة للآثار التي تتولد عن هذه المعارضة أمام اتحاد وسطاء السوق ، فإن هذه المعارضة تستتبعها نشر أرقام الصكوك في الصحيفة الرسمية للمعارضات ، وهو ما يكون عقبة أمام كل تداول أو نقل لعملية الأسهم ، وقد ذهبت محكمة الاستئناف المختلطة في مصر ( استئناف مختلط ٨ إبريل ١٩٣٤م ) في حكم لها إلى أنه إذا ما اتبعت الإجراءات القانونية المتعلقة بالمعارضة لدى الشركة فإنه لا يكون لصاحب السهم الحق في الحصول على قيمة أسهمه أو قبض نصيبه في الأرباح التي يدرها إلا بعد خمسة عشر عامًا من تاريخ الاستحقاق .

أما القانون الإنجليزي فتمكن قواعد القانون العام فيه حامل السند القابل للتداول أن يقاضي الشركة للمطالبة بحقوقه إذا ثبت تلف سنده ، ولكن إذا أثبت فقط أنه قد سرق أو فقد نتيجة وضعه في غير موضوعه ، فلا يكون له مقاضاة الشركة .

ولمالك صكوك الأسهم أن يقاضي الشركة للمطالبة بأرباح الأسهم وإذ كان قد فقد أيضًا كوبوناتها ، وأن يطالب بإعادة رأسماله إليه متى أصبح واجب الرد غير أنه يكون ملزمًا بدفع تعويض للشركة إذا ظهر مشترٍ لاحق للصكوك الأصلية للأسهم .

ولهذا الأخير أن يطالب الشركة بجميع ما دفعته لحامل الصكوك غير الأصلية ، وبصدور قانون سوق رأس المال المصري رقم ( ٩٥ ) لسنة ( ٩٢ ) لم يعد لحامل السهم لحامله الحق في الحصول على بدل فاقد ؛ إذ تنص المادة ( ١٢ ) من اللائحة التنفيذية « الفقرة الثانية » على أنه لا يجوز استخراج بدل فاقد عن الورقة المالية لحاملها المفقودة ، كما لا يجوز استخراج بدل تالف عن الورقة المالية لحاملها إلا إذا أمكن التعرف عليها وتحديد معالمها .

ونضيف أنه إذا كان العنصر الأساسي في تكوين الشركة هم الشركاء ، وأنه لا محل لقيام الشركة بغير شركاء ، فمن غير المتصور أن يكون الشركاء مجهولين لا لبعضهم البعض فقط ولكن حتى للمنظمة التي ينتمون إليها وتخلو سجلاتها من أسماء مساهميها ومن كل ما يدل عليهم .

د. المرزوقي فإننا لا نأخذ هذا الرأي جملة ، ولا نرده كذلك لعدم اختلافنا معهما فيما انتهيا إليه .

فنحن لا نذهب معهما فيما ذهبوا إليه من أن هذه الأسهم إذا ما سرقت تصبح ملكًا لمغتصبها وإذا ما ضاعت تصبح ملكًا لملتقطها ؛ فمعظم القوانين الوضعية وعلى اختلاف بينها في معالجة هذه المسألة تتيح لمن سرق منه السهم ، أو السند لحامله أن يسترده ممن أصبح في حيازته ، وحسبنا أن نشير إلى أن المادة ( ٩٣٩ ) من القانون المدني الكويتي رقم ( ٦٧ ) لسنة ( ١٩٨٠م ) تنص على أنه يجوز لمالك المنقول أو السند لحامله أو لصاحب الحق العيني إذا فقده أو سرق منه ، أن يسترده ممن يكون حائزًا له بسبب صحيح وحسن نية وذلك خلال ثلاث سنوات من وقت الفقد أو السرقة .

إن الجهالة في العقود ، تجعلها من عقود الغرر ، والغرر قد يكون يسيرًا وقد يكون فاحشًا ، والغرر الفاحش هو ما أدى إلى الخصومة والتنازع ، والجهالة المحيطة بالمتعاقدين والذين بهم يتم التعاقد ، وبهم يتم الإيجاب والقبول ، وبهم تكون الشركة أو لا تكون ، وبهم يتم تعيين مجلس الإدارة وعزله ، أفمن شك بعد ذلك أن الجهالة المحيطة بهم تعد من الغرر الفاحش المفسد للعقود ؟

**٣ - الأسهم النقدية :**

الأصل في عقد الشركة أن تكون حصة الشريك نقدية ولا يعلم في هذه المسألة خلافًا بين الفقهاء ، ويتفق علماء الشريعة ورجال القانون في أن الشركة تصح بالنقدين ، وأما كونها تصح بغير ذلك فموضع خلاف بين المذاهب الفقهية من ناحية ، وبين الفقهاء ورجال القانون من ناحية أخرى .

والعقد لا يكون صحيحًا في الشركة إذا لم تدفع الحصة النقدية كاملة عند العقد فإذا ما كانت هذه الحصة مدفوعة الربع أو النصف فلا ينعقد العقد إلا إذا دفعت قيمة جميع الحصص ؛ لأن من شروط صحة الشركة « أن يكون المال حاضرًا حقيقة أو حكمًا وقت العقد بينما لا يصح أن يكون رأس المال دينًا أو مالًا غائبًا ؛ لأن المقصود من الشركة الربح ، ولا يمكن ذلك في الدين ولا في المال الغائب فلا يحصل المقصود » [١] .

---

(١) د. الخياط ، الشركات في الشريعة الإسلامية ، ( ١٣٩/٢ ) ، نقلًا عن الكاساني ، بدائع الصنائع ( ٦٠/٦ ) .

ويقول د. عبد العزيز الخياط : « أجمع الفقهاء والقانونيون على جواز الشركة بالأثمان المطلقة التي لا تتعين بالتعيين في المفاوضات كالنقدين من الذهب والفضة » (١) ، ويدخل في حكم الأثمان المطلقة كل نقد مصكوك لا يتعين بالتعيين كالفلوس النافقة ( في البلدان التي لا تزال تتعامل بالفلوس ) والجنيهات والقروش ومشتقاتها . وقد جعل الفقهاء العلة في جواز عقد الشركة عليهما هو التعامل بهما وأنهما أثمان المبيعات وقيم الأموال ، وأنها لا تتعين بالتعيين ولا تتبدل ساعة فساعة حتى تعتبر سلعة .

وحسبنا أن نشير في عجالة إلى أقوال بعض الفقهاء المعتبرين في ثبوت الإجماع في هذه المسألة :

قال الإمام تقي الدين السبكي صاحب شرح المهذب : « والذي لا خلاف فيه جواز الشركة بالنقدين » (٢) .

وقال صاحب كشف القناع عن متن الإقناع : « من شروط الشركة أن يكون رأس المال من النقدين المضروبين ؛ لأنهما ثمن المبيعات وقيم الأموال ، والناس يشتركون بهما من زمن النبي ﷺ من غير نكير » (٣) .

وقال ابن قدامة الحنبلي : « ولا خلاف في أنه يجوز جعل رأس المال الدراهم والدنانير ، فإنهما قيم الأموال وأثمان المبيعات » (٤) .

وقال صاحب كفاية الأخيار الشافعي : « والإجماع على صحتها ( أي الشركة ) في الدراهم والدنانير » (٥) .

وقال صاحب نيل الأوطار : « إن جواز الشركة بالدراهم والدنانير إجماع كما قال ابن بطال ، ولكن لا بد أن يكون نقد كل منهما مثل نقد صاحبه ، ثم يخلطا ذلك حتى لا يتميز ثم يتصرفا جميعًا » (٦) .

---

(١) المرجع السابق ، ( ١٠٤/١ ) ، نقلًا عن بدائع الصنائع ، ( ٩٥/٥ ) .
(٢) شرح المهذب ، تقي الدين السبكي ، الطبعة الموجودة بمعهد الدراسات الإسلامية .
(٣) كشف القناع عن متن الإقناع لفقيه الحنابلة الشيخ منصور بن يونس ، ( ٤٩٥/٣ ) .
(٤) المغني ، ( ١٦/٥ ، ١٧ ) .
(٥) كفاية الأخيار في حل غاية الاختصار للإمام أبي بكر بن محمد الحسيني .
(٦) نيل الأوطار للشوكاني ، ( ٢٢٦/٥ ) مكتبة الدعوة الإسلامية ، شباب الأزهر .

وقال صاحب كتاب الإجماع : « وأجمعوا على أن الشركة الصحيحة أن يُخرج كل واحد من الشريكين مالًا مثل صاحبه دنانير أو دراهم ثم يخلطان ذلك حتى يصير مالًا واحدًا لا يتميز » (١) .

**٤ - الأسهم العينية :**

الحصة العينية في المفهوم الدارج لدى العموم والخصوص وما تتناوله القوانين الوضعية من أحكام وما تشتمل عليه من نصوص يقابلها اصطلاح الاشتراك بالعروض عند سائر فقهاء المسلمين ، وقد اختلفوا في جواز الشركة بالعروض ؛ فذهب بعضهم إلى أن الجواز هو رأي الجمهور بينما ذهب آخرون إلى أن الإجماع منعقد على عدم جواز الشركة بالعروض .

لذلك رأيت أن أعرض لآراء الفقهاء في مسألة الاشتراك بالعروض وما انتهوا إليه في هذا الخصوص وبالقدر الذي تقتضيه حاجة البحث :

**أولًا** : الأحناف : قالوا لا تصح الشركة بالعروض مطلقًا ويرون أن اختلاط الأموال في المثليات من العروض يجعلنا أمام شركة ملك (٢) .

**ثانيًا** : المالكية : يرون جواز الشركة بالعروض :

قال الدسوقي في حاشيته على الشرح الكبير : « تصح بعين » (٣) من جانب ، وبعرض من آخر (٤) ، وبعرضين من كل واحد عرض مطلقًا ، اتفقا جنسًا أو اختلفا ، ودخل فيه ما إذا كان أحدهما عرضًا والآخر طعامًا ، واعتبر كل من العرض الواقع في الشركة من جانب أو جانبين بالقيمة ؛ فالشركة في الأولى بالعين وقيمة العرض ، وفي الثانية بقيمة العرض ، وتعتبر القيمة يوم أُحضر العرض للاشتراك أي يوم عقد الشركة » (٥) .

---

(١) الإجماع لابن المنذر ، ( ص ٩٥ ) ، دار الدعوة .

(٢) الفقه على المذاهب الأربعة ، الجزيري ، ( ٧٨/٣ ) ، دار الإرشاد والتأليف .

(٣) العين هي : النقد .

(٤) العرض بسكون الراء ما خالف الثمنين ( الدراهم والدنانير ) من متاع الدنيا وأثاثها ، وجمعه عروض ؛ فكل عرض داخل في العرض ( بفتح الراء ) ، عرض ( لسان العرب لابن منظور ) .

(٥) حاشية الدسوقي على الشرح الكبير ، ( ٣٤٨/٣ ، ٣٤٩ ) ، طبعة عيسى الحلبي .

وقال ابن عبد البر في الكافي :

« ووجه الشركة أن يشتركا في جنس واحد من المال دراهم كانت أو دنانير أو عروضًا أو طعامًا على اختلاف من قول مالك في الطعام وهذا هو المعمول به » (١) .

وقال ابن رشد الحفيد : « واختلفا في الشركة بالعرضين المختلفين والعيون المختلفة ، مثل الشركة بالدنانير من أحدهما والدراهم من الآخر والطعام الربوي إذا كان صنفًا واحدًا ، فأما إذا اشتركا في صنفين من العروض ، أو في عروض ودراهم أو دنانير ، فأجاز ذلك ابن القاسم ، وهو مذهب مالك » (٢) .

ثالثًا : الشافعية : قال صاحب كفاية الأخيار الشافعي : « والإجماع على صحتها في الدراهم والدنانير ، ويجوز أن تنعقد على مِثْلَي ، فيصح في القمح والشعير ونحوهما ؛ لأن المثلَي إذا اختلط بمثْلِه ارتفع التمييز فأشبه النقدين ؛ ولهذا لا تجوز الشركة في المتقومات لعدم تصور الخلط النافي للتمييز ، ولهذا لو تلف أحد المتقومين أو بعضه عرف ، فامتنعت الشركة لذلك » (٣) .

وقال صاحب تكملة المجموع « شرح المهذب » : « أما سائر الأموال المتقومات لا تجوز الشركة بها ويجوز في المثلي ؛ لأن المثلي إذا اختلط بجنسه ارتفع معه التمييز فأشبه النقدين ، وليس المثلي كالمتقوم ؛ لأنه لا يمكن الخلط في المقومات ، فربما تلف أحدهما ويبقى مال الآخر فلا يمكن الاعتداد بتلفه عنهما ، وفي المثليات يكون التالف من الخلط تالف عنهما جميعًا » (٤) .

رابعًا : الحنابلة : قال صاحب كشف القناع : « ولا تصح شركة العنان ولا المضاربة بعرض ، ولو كان العرض مثليًا ؛ لأن قيمته ربما زادت قبل بيعه فيشاركه الآخر في نماء العين التي هي ملكه ، ولا تصح الشركة ولا المضاربة بقيمته » ( أي العرض ) (٥) .

---

(١) الكافي في فقه أهل المدينة المالكي ، أبو عمر يوسف بن عبد الله أبو مسعود بن عبد البر النمري القرطبي ، ( ص ٣٩٠ ) ، كتاب الشركة ، دار الكتب العلمية ، بيروت .

(٢) بداية المجتهد ونهاية المقتصد ، ابن رشد ( الحفيد ) ، كتاب الشركة ، ( ٢٢٢/٢ - ٣٣٣ ) ، دار الكتب الحديثة .

(٣) كفاية الأخيار ، ( ٢٨٠/١ ) ، عيسى البابي الحلبي ، مرجع سابق .

(٤) تكملة المجموع ، شرح المهذب للإمام تقي الدين السبكي ، مرجع سابق .

(٥) كشف القناع عن متن الإقناع لفقيه الحنابلة الشيخ منصور بن يونس ، ( ٤٩٥/٣ ) ، مكتبة النصر الحديثة بالرياض .

وقال صاحب المغني : « فأما العروض فلا تجوز الشركة بها في ظاهر المذهب ، نص عليه أحمد في رواية أبي طالب وحرب وحكاه عنه ابن المنذر ، وكره ذلك ابن سيرين ويحيى بن أبي كثير والثوري والشافعي وإسحاق وأبو ثور وأصحاب الرأي ؛ لأن الشركة إما أن تقع على أعيان من العروض أو قيمتها ولا يجوز وقوعها على أعيانها ، قال : وعن أحمد رواية أخرى أن الشركة والمضاربة تجوز بالعروض ، وقال الأثرم : سمعت أبا عبد الله يسأل عن المضاربة بالمتاع ، قال : جائز ، وظاهر هذا صحة الشركة بها ، قال صاحب المغني : اختار هذا أبو بكر وأبو الخطاب وهو قول مالك وابن أبي ليلى وبه قال في المضاربة طاووس والأوزعي وحماد بن أبي سليمان ؛ لأن مقصود الشركة جواز تصرفهما في المالين جميعًا ، ويجب أن تصح الشركة والمضاربة بهما كالأثمان » [(١)] .

الظاهرية : قال ابن حزم : « فإن أخرج أحدهما ذهبًا والآخر فضة أو عرضًا أو ما أشبه ذلك لم يجز أصلًا إلا بأن يبيع أحدهما عرضه أو كلاهما حتى يصير الثمن ذهبًا فقط أو فضة فقط ، ثم يخلطا الثمن كما قدمنا ، قال : ولا تجوز الشركة إلا في أعيان الأموال » [(٢)] .

الزيدية : قال صاحب البحر الزخار : « ولا تصح ( أي الشركة ) بالعروض لتأديته إلى استبداد أحدهما بالربح لغلاء أو رخص وهو خلاف موضوعها » [(٣)] .

وقال صاحب نيل الأوطار : « واختلفوا أيضًا هل تصح الشركة في غير النقدين ؟ فذهب الجمهور إلى الصحة في كل ما يمتلك ، وقيل : يختص بالنقد المضروب والأصح عند الشافعي اختصاصها بالمثلي ، والأصل الجواز في جميع أنواع الأموال ؛ فمن ادعى الاختصاص بنوع واحد أو بأنواع مخصوصة ونفى جواز ما عداها فعليه بالدليل » [(٤)] .

وقال صاحب كتاب الإجماع : « وأجمعوا على أن الشركة بالعروض لا تجوز وانفرد ابن أبي ليلى فقال : تجوز » [(٥)] .

---

(١) المغني لابن قدامة ، مرجع سابق ، ( ١٦/٥ ، ١٧ ) ، مكتبة الجمهورية .

(٢) المحلى لابن حزم الأندلسي ، ( ١٢٥/٨ ) ، مسألة ( ١٢٤٢ ) ، أحكام الشركة ، دار التراث .

(٣) البحر الزخار الجامع لمذاهب الأمصار للإمام أحمد بن يحيى المرتضي .

(٤) نيل الأوطار للشوكاني ، ( ٢٦٥/٥ ) ، كتاب المشاركة والمضاربة ، مكتبة الدعوة الإسلامية .

(٥) الإجماع لابن المنذر ، مرجع سابق .

ورغم ما حكاه ابن المنذر إلا أن الثابت أن ثمة اختلاف في الرأي عند الفقهاء ، وفي ذلك مستمسك لمن قال بالجواز أو عدمه ، ونحن نميل إلى الأخذ برأي المالكية بجواز الشركة بالعروض ؛ لأنها أكثر وفاءً بحاجة المجتمع وحافزًا على قيام الشركات واندماج وحدات الإنتاج ، وفي ذلك مصلحة راجحة لنماء المجتمعات الإسلامية ، وإن كنا نميل إلى رأي المالكية فإننا نستهدي بما جاء في الحديث الشريف عن خير البرية والذي روته عائشة ﵂ : « **ما خُيِّر رسول الله ﷺ بين أمرين إلا أخذ أيسرهما ما لم يكن إثمًا ، فإن كان إثمًا كان أبعد الناس عنه** » رواه الشيخان [1] .

وليس في أمر المالكية ما يصادم نصًا شرعيًا ، وإنما هو اختلاف في التأويل ويعزِّزه ما جاء في رواية عن أحمد ، وفضلًا عن ذلك فهو عمل أهل المدينة على ساكنها أفضل الصلاة والسلام .

**٥ - الأسهم العادية :**

لما كانت الأسهم العادية لا تخول لحاملها أي حق ذا طبيعة خاصة ولا يتقرر لها امتياز خاص على غيرها من الأسهم سواء عند توزيع أرباح الشركة ،أو عند قسمة صافي موجوداتها أو عند التصويت في الجمعيات العامة للمساهمين ، ومقتضى ذلك استواء حاملي الأسهم العادية في الحقوق والواجبات ؛ ومن ثم تكون هذه الأسهم قد سلمت مما قد يشوبها أو يعيبها أو يجعلها موضع شبهة ما لم تكن الشركة المصدرة لهذه الأسهم تتعامل بالربا أخذًا أو عطاءً أو في المحرمات بيعًا أو شراءً ، فإذا خلت من هذه المفاسد ، تعين القول بجوازها ، وإلى هذا الرأي ذهب جميع الفقهاء المعاصرين إذا ما أسقطنا من اعتبارنا الآراء الشاذة القاضية ببطلان شركات المساهمة جملة وتفصيلًا .

**٦ - الأسهم الممتازة :**

عرضنا في الصفحات المتقدمة لطبيعة وخصائص الأسهم الممتازة والحقوق التي تخولها لحامليها والتي يتميزون بها على أقرانهم من المساهمين في الأسهم العادية ، ونتناول فيما يلي الحقوق والمزايا التي أنيطت بهذه الأسهم مع إبانة الحكم الشرعي في كل مفردة منها على حدة .

---

(١) اللؤلؤ والمرجان فيما اتفق عليه الشيخان ، فؤاد عبد الباقي ، ( ص ١٠٥ ) والرواية بلفظ البخاري ، كتاب المناقب ، باب صفة النبي ﷺ .

**أ – دخول العائد المدفوع لأصحاب هذه الأسهم في عموم الربا :**

لما كانت الحصة التي يتقرر صرفها لأصحاب الأسهم الممتازة والتي تقتطع من الفائض القابل للتوزيع قبل إجراء أية توزيعات على المساهمين في الأسهم العادية لا تخرج عن كونها فائدة ثابتة على رأس المال ، يتحدد سعرها سلفًا كنسبة مئوية من القيمة الاسمية لهذه الأسهم (١) ؛ لذلك فإنها تدخل في عموم الربا المحرم شرعًا ، ولا يعلم في هذه المسألة خلافًا بين الفقهاء المعاصرين ، ولا يلتفت إلى أصحاب الآراء الشاذة التي تخالف الإجماع ، وحسبنا أن نشير إلى ما ذكره ابن المنذر في إجماعاته عن المضاربة – وهي أحد فروع الشركات – بقوله : وأجمعوا على إبطال القراض الذي يشترط أحدهما أو كلاهما لنفسه دراهم معلومة (٢) .

**ب – حقوق الأولوية :**

تناولنا بالتفصيل حقوق الأولوية والأفضلية التي تخولها هذه الأسهم لأصحابها ، سواء من حيث حصول المساهمين في هذه الأسهم على حصة أولى في شكل فائدة على رأس المال ، ولو استغرقت هذه الحصة الربح المحقق جميعه ولم يبق لأصحاب الأسهم العادية شيئًا ليتم توزيعه عليهم ، أو من حيث حصول المساهم في الأسهم الممتازة على حصتين : الأولى في شكل فائدة ثابتة على رأس المال ، والثانية مشاركة لباقي المساهمين أصحاب الأسهم العادية فيما يتبقى من أرباح توزع على أصحاب الأسهم جميعًا ، عادية وممتازة ، أو من حيث حصول المساهمين في الأسهم الممتازة على حصص ثابتة من الربح ومتجمعة عن السنوات التي حققت فيها الشركة عجزًا أو خسارة متى أصبح بوسع الشركة أداء الفوائد المستحقة لهذه الأسهم عن السنوات السابقة ، أو من حيث حصول أصحاب الأسهم الممتازة على حق الأولوية في استئداء قيمة الأسهم الاسمية من صافي موجودات الشركة إذا ما اقتضى الأمر تصفيتها وما يتبقى عنهم يوزع على أصحاب الأسهم العادية .

ولما كانت هذه الصور جميعًا تنبني على الغبن الفاحش والتمييز المقيت بين الشركاء في الشركة الواحدة دون مقتضى لذلك كعمل أو خبرة أو جهد تنتفع به الشركة ويتميز

---

(١) dividends on perfered stock are stated as a percentage of par value Fredrick amling op. cit. p 142.

(٢) الإجماع لابن المنذر ، مرجع سابق ، كتاب المضاربة .

به هؤلاء على أقرانهم رغم أن ذلك أيضًا ليس مسلمًا به عند أغلب فقهاء المذاهب ، إلا أن المؤيدين لإصدار هذه الأسهم ذهبوا إلى القول بأن الضرورات العملية قد تغلبت على الاعتبارات النظرية ( الأخلاقية ) التي تقضي بإعمال مبدأ المساواة بين المساهمين .

ولما كانت الشركة معقودة على المال دون العمل فمن شرط صحتها أن يكون الربح والخسران على قدر أموال الشركاء ، وليس للشركاء أن يتفاضلوا في الربح ، وإلى هذا ذهب الإمام مالك والإمام الشافعي [1] ، وقد ذكر أيضًا صاحب الفقه على المذاهب الأربعة : أن الربح والخسارة عند المالكية يشترط فيه أن يكون بحسب نسبة المال ، فلا يصح لأحدهما أن يأخذ أكثر من نسبة الذي دفعه ، وعند الشافعية يشترط أن يقسم الربح والخسارة على قدر المالين ، سواء تساوى الشريكان في المال أو تفاوتا [2] .

وقد نهى الشرع الإسلامي عن التمييز أو التفضيل بين المتماثلين ، وقد روى مسلم في صحيحه عن النعمان بن بشير قال : « انطلق بي أبي يحملني إلى رسول الله ﷺ فقال : يا رسول الله أشهد أني قد نحلت النعمان كذا وكذا من مالي ، فقال : « **أكُل بنيك قد نحلت مثل النعمان** » ، قال : لا ، قال : « **فأشهد على هذا غيري ، فإني لا أشهد على جور** » [3] .

ومما ورد في الأثر ؛ أن رسول الله ﷺ كان في سفر فأمر بإصلاح شاة ، فقال رجل : يا رسول الله : عليَّ ذبحها ، وقال آخر : عليَّ طبخها ، فقال رسول الله ﷺ : « **وعليَّ جمع الحطب** » ، فقالوا : يا رسول الله نحن نكفيك ، فقال : « **قد علمت أنكم تكفونني ولكن أكره أن أتميز عليكم فإن الله يكره من عبده أن يراه متميزًا عن أصحابه** » ، وقام فجمع الحطب [4] .

**جـ - حق التصويت :**

ومن الحقوق غير المالية حق التصويت وبمقتضاه يكون لأصحاب الأسهم الممتازة حق التصويت بأكثر من صوت واحد للمساهم الواحد ، وأيضًا وعلى النقيض من ذلك قد

(١) المغني لابن قدامة ، ( ٣١/٥ ) .

(٢) الفقه على المذاهب الأربعة للجزيري ، ( ٨٢/٣ - ٨٤ ) ، دار الإرشاد للتأليف والنشر .

(٣) صحيح مسلم بشرح النووي ، المطبعة المصرية ومكتبتها ، ( ٦٨/١١ ) .

(٤) سيرته ﷺ لتقي الدين التميمي ، هجر للطباعة والنشر .

يُحْرم أصحاب الأسهم الممتازة من التصويت مطلقًا مقابل حصولهم على بعض المزايا الأخرى .

ومن عجب أن بعض البلاد الإسلامية ومنها مصر والتي يقضي دستورها في المادة ( ٤٠ ) من الدستور « المواطنون لدى القانون سواء وهم متساوون في الحقوق والواجبات العامة بلا تمييز بينهم » تبيح إصدار الأسهم الممتازة والتي تقوم على التمييز والطبقية بين المساهمين المتماثلين ، فقد رخص القانون رقم ( ١٥٩ ) لسنة ( ١٩٨١م ) الشركات في تقرير بعض الامتيازات لبعض أنواع الأسهم في التصويت أو الأرباح أو ناتج التصفية .

ولما كان التصويت هو إعلان المساهم لإرادته التي انعقدت على رأي معين فإن مقتضى ذلك أن يكون هناك إرادة وأن يتم التعبير عن هذه الإرادة بالرأي .

ولما كان للفرد في الشريعة الإسلامية أهلية للأداء وهي أهلية المعاملة ؛ بمعنى أن يكون الشخص صالحًا لاكتساب حقوق من تصرفاته وإنشاء حقوق لغيره بهذه التصرفات ، ومناط هذه الأهلية هي العقل ، وأهلية للوجوب وهي صلاحية الإنسان لوجوب الحقوق المشروعة له أو عليه من غير أن يكون أهلًا للمعاملة ولا لإنشاء العقود والتصرفات والتزامها ، ومناط هذه الأهلية وجود الإنسان وهي مبنية على الذمة ، والذمة في الاصطلاح عبارة عن : وصف يصير به الإنسان أهلًا لما له وما عليه .

وحيث قد استبان لنا أن أهلية الأداء هي أهلية المعاملة وصلاحية الشخص للأداء وأساسها التمييز بالعقل ، ولما كان من صور الأداء إعلان الإرادة كالتصويت في الجمعية العامة لشركة مساهمة .

ولما كان لكل مساهم إرادة واحدة ، يعبر عنها في المسألة الواحدة ؛ لذلك يكون له رأي واحد وليس عدد من الأصوات بقدر عدد أسهمه ؛ لأن الذي يدلي بالتصويت هو المساهم وليس الأسهم [1] .

**٧ – أسهم التمتع :**

قدمنا في تعريفنا لأسهم التمتع أنها الأسهم التي تعطى للمساهم الذي استهلكت

---

(١) من بحث للمستشار ياقوت العشماوي عن التصويت في شركات المساهمة في الشريعة والقانون ، مجلة البنوك الإسلامية ، العدد التاسع والستون ، ( ١٩٨٩م ) .

أسهمه في رأس المال أثناء حياة الشركة ، وأنه يقصد باستهلاك السهم قيام الشركة بدفع قيمته الاسمية أثناء حياتها ودون انتظار لتصفيتها أو انتهاء أجلها .

والأصل أن الأسهم لا تستهلك طالما أن الشركة باقية على قيد الحياة ، وذلك بحسبان أن السهم يمثل حصة الشريك ؛ فمن حق الشريك البقاء في الشركة ولا يمكن إجباره على الخروج منها ؛ ولذلك فإن استهلاك الأسهم يعد خرقًا للقاعدة العامة ، وهو ما يلزم أن ينص عليه النظام الأساسي للشركة .

غير أن الشركات قد تلجأ لهذا الأسلوب في حالات استثنائية ، كما لو كانت من شركات الامتياز كالغاز والنور ، واستغلال المناجم ، والتي تصبح موجودات الشركة في نهايتها مملوكة لصاحب الامتياز دون مقابل ، فإن لم تلجأ الشركة إلى استهلاك أسهمها أثناء حياتها كان من المستحيل حصول المساهمين على شيء ما عند انقضائها ؛ ومن ثم لا تكون لأسهم الشركاء قيمة عند انقضائها ، هذا كما قد تكون موجودات الشركة قابلة للزوال أو مما يهلك بالاستعمال كالسفن والطائرات ؛ الأمر الذي قد يستحيل معه على المساهمين الحصول على قيمة أسهمهم عند نهاية أجل الشركة [١] .

وقد تنبهت بعض التشريعات إلى أن استهلاك الأسهم قبل انقضاء حياة الشركة وإصدار أسهم تمتع للمساهمين الذين استهلكت أسهمهم تخول لهم الاستفادة بجميع الحقوق التي يستفيد منها أصحاب الأسهم العادية ما عدا استرداد قيمة السهم العادية عند تصفية الشركة والتي سبق لهم الحصول على قيمتها يخل بمبدأ العدالة بين المساهمين في الشركة ؛ فقرر الشارع الفرنسي صراحة في المادة ( ٢٠٩/١ ) أن تتم عملية استهلاك الأسهم على نحو تراعي معه المساواة ، والتي يجب أن تسود بين جميع المساهمين أي المساواة في الحقوق وتحمل الالتزامات بين الشركاء في نوع واحد من الأسهم .

وتفصيلًا لذلك فإنه إذا ما تم تصفية الشركة بانتهاء أعمالها أو بانتهاء أجلها فإننا نكون هنا أمام عدة افتراضات أو احتمالات :

**الأول** : قيام الشركة باستهلاك بعض أسهمها أثناء حياتها دون البعض الآخر.

**الثاني** : أن كافة أصول الشركة في تاريخ التصفية قد لا تكون كافية للوفاء بالتزاماتها قبل الغير .

---

(١) د. يعقوب صرخوة ، مرجع سابق ، ( ص ١٢٧ ) .

**الثالث** : أن يكون نصيب السهم غير المستهلك من ناتج التصفية متفاوتًا تفاوتًا كبيرًا - سلبيًا أو إيجابيًا - عن قيمة السهم الاسمية التي استردها المساهم أثناء حياة الشركة ، وذلك يتوقف على حجم التراكمات الرأسمالية التي تكونت خلال حياة الشركة في شكل احتياطيات تمثل الفوائض غير الموزعة على المساهمين والتي هي في حقيقتها حق خالص لجميع الشركاء الذين استهلكت أسهمهم .

ولما كان مؤدى ذلك جميعه الإخلال بمبدأ المساواة بين الشركاء في الشركة الواحدة ، وأن الشركة إذا فعلت ذلك فتكون قد خصت طائفة ببعض المزايا دون مقتضى ، وغبنت طائفة أخرى دونما مقتضى أيضًا ، وفي ذلك ظلم وإجحاف ببعض الشركاء ، وقد نهى رب العزة ﷻ عن الظلم وجعله من المهلكات ، فقال ﷻ : ﴿ وَكَذَٰلِكَ أَخْذُ رَبِّكَ إِذَآ أَخَذَ ٱلْقُرَىٰ وَهِىَ ظَٰلِمَةٌ ۚ إِنَّ أَخْذَهُۥٓ أَلِيمٌ شَدِيدٌ ﴾ [هود: ١٠٢] .

وقال جلَّ شأنه : ﴿ وَلَا تَحْسَبَنَّ ٱللَّهَ غَٰفِلًا عَمَّا يَعْمَلُ ٱلظَّٰلِمُونَ ۚ إِنَّمَا يُؤَخِّرُهُمْ لِيَوْمٍ تَشْخَصُ فِيهِ ٱلْأَبْصَٰرُ ﴾ [إبراهيم: ٤٢] .

وقال تعالى : ﴿ وَسَيَعْلَمُ ٱلَّذِينَ ظَلَمُوٓا۟ أَىَّ مُنقَلَبٍ يَنقَلِبُونَ ﴾ [الشعراء: ٢٢٧] .

وقال تعالى : ﴿ وَلَوْ يُؤَاخِذُ ٱللَّهُ ٱلنَّاسَ بِظُلْمِهِم مَّا تَرَكَ عَلَيْهَا مِن دَآبَّةٍ ﴾ [النحل: ٦١] .

وقال تعالى : ﴿ وَمَن يَفْعَلْ ذَٰلِكَ عُدْوَٰنًا وَظُلْمًا فَسَوْفَ نُصْلِيهِ نَارًا ﴾ [النساء: ٣٠] .

وقال تعالى : ﴿ إِنَّهُۥ لَا يُفْلِحُ ٱلظَّٰلِمُونَ ﴾ [الأنعام: ٢١] .

وفي الحديث القدسي الذي رواه الصادق المصدوق عن رب العزة ﷻ : **« يا عبادي إني حرمت الظلم على نفسي وجعلته بينكم محرمًا فلا تظالموا »** [(١)] .

وقال رسول الله ﷺ : **« إن الله ليملي للظالم حتى إذا أخذه لم يفلته »** [(٢)] .

وقال ﷺ : **« واتق دعوة المظلوم فإنه ليس بينه وبين الله حجاب »** [(٣)] .

---

(١) رواه مسلم في صحيحه من حديث طويل عن أبي ذر ، وذكره في باب تحريم الظلم ، صحيح مسلم بشرح النووي .

(٢) رواه البخاري ومسلم بالاتفاق من حديث أبي موسى ، وأخرجه البخاري في كتاب التفسير ، انظر اللؤلؤ والمرجان ، والحديث ( ١٦٦٨ ) .

(٣) رواه البخاري ومسلم بالاتفاق من حديثه ﷺ إلى معاذ بن جبل ، انظر : رياض الصالحين للنووي ، والكبائر للذهبي .

وهذا أحدهم ينشد :

لا تظلمن إذا ما كنت مقتدرًا فالظلم آخره يأتيك بالندم
تنام ملء عينيك والمظلوم منتبه يدعو عليك وعين الله لم تنم

لذلك فإن ما انتهينا إليه هنا ، ونرى أنه لا يعارض نصًا ولا دليلًا قطعيًا هو أن يتم استهلاك الأسهم لجميع الشركاء ( المساهمين ) دفعة واحدة أو على دفعات متتالية بنسبة معينة من جملة ما يمتلكه كل شريك ، ودونما تمييز بين طائفة وأخرى ، وهذا المسلك من شأنه رفع الحرج عن الشركة إن هي اضطرت إلى ذلك عملًا بقوله تعالى : ﴿ وَمَا جَعَلَ عَلَيْكُمْ فِي ٱلدِّينِ مِنْ حَرَجٍ ﴾ [الحج: ٧٨] ، وفي ذلك تحقيق لمصالح الشركاء وإصابة لمقاصد الشريعة الإسلامية وأحكامها ، ومنها إقامة العدل الذي أمر به الله ﷻ ، فقال في كتابه العزيز : ﴿ إِنَّ ٱللَّهَ يَأْمُرُ بِٱلْعَدْلِ وَٱلْإِحْسَٰنِ ﴾ [النحل: ٩٠] .

## ٱلْمَطْلَبُ ٱلثَّانِي : صكوك السندات :

**السندات ( Bonds ) :**

قدمنا في مبحث سابق أن مسألة اختيار أسلوب التمويل تعد من أهم المسائل التي تحظى باهتمام الإدارة المالية نظرًا لما تنطوي عليه من أمور حيوية تتعلق بمستقبل المنشأة ، وحقوق المساهمين ، ومقدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها ؛ فضلًا عما ينطوي عليه هذا الأسلوب أو ذلك من تصحيح أو تشويه للهياكل التمويلية وهياكل رأس المال .

ولما كانت السندات التي تلجأ إلى إصدارها الشركات وأحيانًا الحكومات ومختلف الهيئات من أبرز الأدوات المالية ( Financial instruments ) التي يقدمها الغربيون على سائر البدائل بما فيها الأسهم العادية (١) ، إذا ما رغبت تلك الشركات في زيادة مواردها المالية تسليمًا للمفاهيم التي أفرزتها نظرية الرافعة المالية ( Financial leverage ) وتلك الافتراضات التي يروجون لها ولم تثبت صحتها (٢) ، فلا غرو أن تحاكي معظم دول العالم الثالث بما فيها بعض الدول الإسلامية هذا الفكر فساروا على دربهم ونهجوا

---

(١) The single important source of funds for corporations is debt security investment, op. cit, pp, 1.14 , 115.

(٢) The decision to finance part of long term capital requirment with debt is a decision to utilize financial leverage ، ch.3 - The Firms Financing Decision - Financial Management ( Archer Choate op. cit. p. 80 ).

واهتدوا بهديهم .

ونظرًا لأن الفائدة التي تغلها السندات يتم استقطاعها من الأرباح المحققة وصولاً للوعاء الخاضع للضريبة فيما اصطلح عليه الغربيون أنها ( Tax deductable ) فإن مؤدى ذلك انخفاض تكاليف التمويل ، وكان ذلك أحد الأسباب التي دفعت أنصار هذا الفكر إلى التشبث بأفضلية التمويل عن طريق الدين .

فإذا ما أضفنا إلى ذلك أن لأسوق السندات في الدول الغربية ثقل خاص في ميزان التعامل ، وأن ( ٨٠٪ ) من الأوراق المالية المصدرة عام ( ١٩٧٦م ) في الولايات المتحدة الأمريكية كانت من السندات (١) ، فلا غرو أن توجد لهذه السندات أسواق دائمة ، فكان ذلك سببًا آخر لإيثار التمويل عن طريق الدين وبالتالي تفضيل السندات على غيرها من الأدوات المالية (٢) .

وفضلًا عما تقدم فإن المتحمسين للتمويل من خلال الدين يرون أن بيع السندات وتسويقها أقل كلفة من سائر الأدوات المالية الأخرى .

**طبيعة السند** : هو صك مديونية وليس صك مشاركة أو ملكية يدر فائدة سنوية ، ولا يرتبط بما تحققه الجهة المصدرة له من أرباح أو خسائر ، وللسندات آجال محددة تلتزم الجهة المصدرة بسداد قيمتها خلالها ، والسندات وسيلة من وسائل الحصول على التمويل الخارجي طويل الأجل ، وذلك إذا لم تلجأ الجهة المصدرة إلى زيادة رأس المال وإصدار أسهم جديدة (٣) .

**تعريف السند** : لعل أكثر التعريفات دقة تلك التي تناولها فقهاء القانون في مراجعهم والتي نختار منها :

١ - السند : صك قابل للتداول يثبت حق حامله فيما قدمه من مال على سبيل القرض للشركة وحقه في الحصول على الفوائد المستحقة واقتضاء دينه في الميعاد المحدد

---

(١) Bonds reoresented almost 80 percent of all new issues of securities sold in may through sep 76 . ( Fredrich Amlig. op. cit. p. 115 ) .

(٢) The second major reason for the issuance of debt securities is the ready market that exists for them ( Fredrich Amlig. op. cit p. 115 ) .

(٣) د. منى عيسى العيوطي ، رسالة دكتوراه ، مرجع سابق .

لانتهاء مدة القرض [١] .

٢ - السند : هو الصك الذي يثبت دين الشركة أمام المقترض ، ويكون قابلًا للتداول بالطرق التجارية بحسب الشكل الذي يتخذه ، فإذا كان اسميًا فإنه ينتقل بالقيد في دفاتر الشركة ، أما إذا كان السند لحامله فإنه ينتقل بالتسليم [٢] .

٣ - السندات : هي صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول تمثل قرضًا طويل الأجل يعتمد عن طريق الاكتتاب العام [٣] .

والتعريفات المتقدمة لا تغني إحداها عن الأخرى ؛ إذ تناول كل منها جانبًا لم تتناوله التعريفات الأخرى ؛ ولذلك فإن التعريف الذي نختاره هنا هو ما كان جامعًا لكافة التعريفات المتقدمة ، والذي يمكن أن نتناوله على الوجه التالي :

« السندات صكوك متساوية القيمة تمثل ديونًا في ذمة الشركة التي أصدرتها ، وتثبت حق حاملها فيما قدموه من مال على سبيل القرض للشركة ، وحقهم في الحصول على الفوائد المستحقة دونما ارتباط بنتائج أعمالها ربحًا كانت أو خسارة ، واقتضاء قيمة الدين المثبتة على الصكوك في مواعيد استحقاقها ، وتكون هذه الصكوك قابلة التداول بالطرق التجارية ، فينتقل السند بطريق القيد في الدفاتر التجارية إن كان اسميًا وبالتسليم للمشتري إن كان لحامله » .

**خصائص السندات :**

وللسندات خصائص تتميز بها عن غيرها من صكوك الديون العادية وأهمها :

١ - قرض السندات قرض جماعي ؛ فالشركة لا تتعاقد مع كل مقرض على حدة ولكن مع مجموع المقترضين [٤] .

٢ - قرض السندات يكون غالبًا لمدة طويلة تتراوح بين عشر سنوات وثلاثين سنة .

٣ - السند كالسهم قابل للتداول فهو إما يكون اسميًا فتنتقل ملكيته بطريق القيد في سجلات الشركة أو لحامله فتنتقل ملكيته بطريق التسليم .

---

(١) د. أبو زيد رضوان ، شركات المساهمة وفقًا لأحكام القانون ، رقم ( ١٥٩ ) ، لسنة ( ٨١ ) ، مرجع سابق .

(٢) د. محمود سمير الشرقاوي ، الشركات التجارية في القانون المصري سنة ( ١٩٨٠م ) ، مرجع سابق .

(٣) د. مصطفى كمال طه ، مرجع سابق ، ( ص ٩١ ) .

(٤) المرجع السابق ، ( ص ٩٢ ) .

**وجوه الاختلاف بين الأسهم والسندات :**

تناولنا خلال هذا المبحث – كما تناولنا خلال المبحث السابق – التعريف بالأسهم والسندات وطبيعة وخصائص كل منهما ، كل في مبحث مستقل ، إلا أن ذلك لا يغني عن بيان وجوه الاختلاف بين الأسهم والسندات ، والتي يمكن إيجازها فيما يلي :

١ – السند جزء من قرض ، أي أنه دَيْنٌ في ذمة الشركة ، والعلاقة بين حامل السند والشركة هي علاقة الدائن بالمدين ، بينما السهم جزء من رأس مال الشركة ؛ ولذلك فإن حامله شريك ، ويمكن تصوير علاقة الشركة بحامل السند وحامل السهم ؛ بأن حامل السند صاحب حق ضد الشركة بينما حامل السهم صاحب حق في الشركة (١) .

٢ – لحامل السند – فضلًا عن حقه في استرداد قيمة الصك كاملة في ميعاد استحقاقه – حق اقتضاء فوائد ثابتة من الشركة ، سواء حققت الشركة أرباحًا أو لم تحقق ، فإذا أخفقت الشركة ولم تتمكن من الوفاء بالتزاماتها ، وتوقفت عن سداد الفوائد المستحقة عليها اعتبرت من الناحية الفنية معسرة ( Insolvent ) وبمقتضى القانون مفلسة (٢) ، أما حامل السهم فيحصل على عائد متغير يرتبط بنتائج أعمال الشركة إيجابًا وسلبًا .

٣ – ليس لحامل السند باعتباره دائنًا أي حق في التدخل أو الاشتراك في إدارة الشركة وسيرها باعتباره أجنبيًا عنها ، أمَّا حامل السهم فله بصفته شريكًا حق الاشتراك في إدارة الشركة والرقابة على هذه الإدارة من خلال الجمعيات العامة للمساهمين والتي له حق التصويت فيها .

٤ – لحامل السند ضمانًا عامًا على أموال الشركة فلا يسترد أصحاب الأسهم قيمة أسهمهم عند حل الشركة وتصفيتها إلا بعد الوفاء بقيمة السندات والفوائد المستحقة وكافة ديون الشركة ، بينما حامل السند بعيد عن خطر المشاركة ، فإذا أفلست الشركة تأذى حامل السند بإعسارها ؛ لأنه يشترك مع بقية الدائنين .

٥ – يمكن أن يصدر السند بأقل من قيمته الاسمية أي بخصم إصدار ، بينما لا يمكن إصدار السهم بأقل من قيمته الاسمية .

---

(١) د. أبو زيد رضوان ، مرجع سابق ، ( ص ١٣٢ ) .

(٢) تنص المادة ( ١٩٤ ) من قانون التجارة : بأن كل تاجر توقف عن دفع ديونه يعتبر في حالة الإفلاس ، ويلزم إشهار إفلاسه بحكم يصدر بذلك .

٦ - يتم استهلاك السندات في نهاية المدة المحددة للقرض أو خلالها وفقًا لما تقضي به نصوص إصدار القرض ونشرة الاكتتاب ، بينما لا يجري على الأسهم ما يجري على السندات فلا تستهلك وتظل قائمة بقيام الشركة .

٧ - ليس هناك ميعاد لتوزيع الأرباح على المساهمين ، فإن ذلك رهن بانعقاد الجمعية العامة للمساهمين والمصادقة على الميزانية والحسابات الختامية للشركة ، بينما تدفع الفائدة على السندات في ميعاد دوري محدد ومبين على الكوبون المرفق بالسند .

**أنواع السندات :**

يمكن تصنيف السندات من حيث طبيعة الضمان المقدم للدائنين أو وفقًا للطريقة التي تدفع بها الفائدة ، أو الشروط التي يسدد بها رأس مال القرض ، أو حسب القرض الذي أصدرت من أجله أو وفقًا للعملة التي تدفع بها أو المنظمة التي أصدرتها إلى غير ذلك [١] ، ومع هذا فإن جميع السندات على اختلاف أشكالها يمكن أن تندرج تحت نوعين أساسيين :

١ - سندات حكومية .

٢ - سندات شركات .

**أولًا : السندات الحكومية :**

لما كانت السندات الحكومية تشترك والسندات غير الحكومية في خصائص واحدة ، إلا أنها لا تختلف عنها من حيث كونها مضمونة من الحكومة ؛ لذلك فإنه يمكن تعريفها بأنها صكوك متساوية القيمة تمثل دينًا « مضمونًا » في ذمة الحكومة ، وهي تغل عائدًا غالبًا ما يكون ثابتًا ولها آجال محددة ومعلومة ويتم طرحها للاكتتاب العام وتداولها بالطرق التجارية .

**ثانيًا : سندات الشركات :**

دَأَبَ فقهاء القانون وشُرَّاحه على تقسيم هذه السندات إلى خمسة أو ستة أنواع باعتبارها الأكثر شيوعًا ، وسوف نتناول هذه الأنواع ثم نعرج إلى غيرها من أنواع السندات التي تتفرع عنها ، والتي تعرفها وتتعامل عليها المجتمعات الغربية ، ويقل أو يندر

(١) معجم مصطلحات الاقتصاد والمال وإدارة الأعمال ، نبيه غطاس ، ( ص ٦٦ ) .

التعامل عليها في مصر أو الدول العربية .

١ - **السندات العادية :**

وهي السندات التي تصدر بقيمة اسمية محددة يدفعها المقرض عند الاكتتاب ويستردها كاملة في تاريخ الاستحقاق ، ويحصل خلال مدة القرض على فوائد ذات معدلات ثابتة منسوبة إلى قيمتها الاسمية .

٢ - **سندات بخصم إصدار** ( Deep Discount Bonds ) :

وهي تلك التي تصدر بأدنى من قيمتها الاسمية إلا أن الشركة المصدرة تلتزم بدفع القيمة الاسمية كاملة عند الوفاء بقيمة السند ، ويطلق على الفرق بين القيمة الاسمية وما تم تحصيله من صاحب السند « علاوة الوفاء » وذلك علاوة على الفائدة الثابتة والتي لا تدفع بصفة دورية وإنما يتم دفعها جملة واحدة في نهاية مدة القرض ، وغالبًا ما تكون نسبتها أدنى عنها في السندات العادية [١] ، وقد عرفت أحد المعاجم الأجنبية هذه السندات على الوجه التالي :

( Discount bond : A bond sold at a price less than its face value at maturity, interest is payable not annually, but in one sum at maturity ) [٢] .

٣ - **السندات ذات النصيب :**

السند ذو النصيب : سند عادي يصدر بالقيمة الاسمية ويغل فائدة ثابتة يقل سعرها عادة عن أسعار الفائدة السائدة في أسواق النقد ، والعوائد المالية المتاحة أيضًا في أسواق رأس المال .

وتقوم الشركات المصدرة لهذا النوع من السندات بإجراء سحب دوري عليها ؛ حيث تمنح السندات الفائزة جوائز مالية متفاوتة القيمة ويستخدم الفرق بين سعري الفائدة « المدفوع والمتاح » في الوفاء بقيمة هذه الجوائز .

ولا تلجأ الشركات المصدرة لهذا النوع من السندات إلى استهلاكها دفعة واحدة لما ينطوي عليه هذا الأمر من ضغط على سيولة الشركة أو تجميد لبعض وجوه الاستثمار التي قد تعتزم الشركة القيام بها ؛ لذلك تقوم الشركات المصدرة لهذه السندات

---

( ١ ) د. محمود سمير الشرقاوي ، مرجع سابق وبشيء من التصرف .

( ٢ ) Longman Dic. of Business English, Jack Adam. P. 61.

باستهلاكها على فترة زمنية طويلة قد تصل إلى أربعين عامًا ، وذلك من خلال السحب السنوي عليها ، ومن أمثلة هذا النوع من السندات في مصر سندات البنك العقاري المصري ( ٣٪ ) ، ( ١٩٥١م ) والتي تمتد فترة استهلاكها إلى عام ( ٢٠٠١م ) [١] .

**٤ – السندات ذات الضمان الشخصي أو العيني :**

وهي سندات تصدر بقيمتها الاسمية كالسندات العادية وتخول صاحبها الحق في الحصول على فوائد ثابتة إلا أنها تتميز عليها من حيث كونها مضمونة بضمان شخصي أو عيني لصالح أصحاب السندات ، كما هو الحال إذا ما ضمنت الحكومة أو أحد البنوك أو الشركات هذه السندات أو تقرر لحملة السندات رهن رسمي على عقارات وموجودات الشركة [٢] .

**٥ – السندات القابلة للتحويل :**

وهذه السندات تصدرها الشركات كما قد تصدرها الحكومات ، وكما يستدل من عنوانها فإنها قد تكون قابلة للتحويل إلى أسهم ، وقد تكون قابلة للتحويل إلى سندات ، وقد تجمع بين هاتين المزيتين فتكون قابلة للتحويل إلى أسهم أو سندات ؛ ولذلك فليس بمستغرب أن تختلف التقسيمات وتتباين التعريفات التي تناولها علماء التمويل والاستثمار والتي يمكن الجمع بينها على الوجه التالي :

**سندات قابلة للتحويل إلى أسهم :**

وهي تلك السندات التي تخول لحامليها الحق في أن يستبدلوا بها عددًا من الأسهم العادية التي تصدرها الشركة إذا ما رغبوا في ذلك .

( Converitable bonds contain a special provision permitting the owners to exchange them for astated number shares of the firms common stock at the discretion of the investors ) [٣] .

---

(١) يرجع إلى صورة الصك ، « ملحق رقم ٧ » .

(٢) Most secured bonds are backed by a mortgage on real property ( land and buildings ). In some cases specific property is not designated as collateral against a bond issue, instead a blanket mortgage is used which means the bond issue is backed by all of the firms real property, Bonds can also be secured with a chattle mortgage which is mortgage secured by personal property ( Madura, Introduction to Financial Management 1988 p 433 ) .

(٣) Madura. op. cit. p. 439.

وغالبًا ما تعطي للمساهمين في الشركة الحق في أولوية الاكتتاب في هذه السندات ويفضلها كثرة من المستثمرين خاصة إذا كانت الشركة المصدرة لها من النوع الذي ينمو بمعدلات عالية ، إلا أنَّ تلقّي هذه السندات بالقبول من جانب المستثمرين والذي يترتب عليه تحولهم من دائنين للشركة إلى مساهمين فيها يتوقف على عدد من المسائل والتي من أهمها :

أ – مدى تقبل المساهم أو « المستثمر » لمبدأ المخاطرة أو رفضه لها ، وبالتالي إقباله على الاكتتاب في هذه السندات أو إعراضه عنها ؛ حيث تقل جاذبية هذه السندات أو تنعدم كأداة من أدوات الاستثمار لمن ينأون عن المخاطرة بجميع درجاتها ومختلف أشكالها .

ب – العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه مستقبلًا متضمنًا ثمن المخاطرة المالية والاقتصادية ( Risk premium ) مع مقارنته بالعوائد المالية الأخرى المتاحة في السوق المالية .

ج – معدل النمو بالشركة : تعد مسألة النمو من المسائل التي يوليها المستثمرون والمحللون الماليون عناية خاصة عند تحديد القيمة الذاتية « الحقيقية » للأسهم ( Intrinsic value ) لذلك كان معدل نمو الأرباح بالشركة خلال السنوات اللاحقة ، وما يترتب عليه من آثار تنعكس على القيمة السوقية لأسهم الشركة في أسواق الأوراق المالية ، ويعد من العوامل الأساسية التي قد تدفع المستثمر للتحول من دائن للشركة إلى مساهم فيها .

**السندات القابلة للتحويل إلى سندات أخرى :**

هناك فريق آخر يستخدم المصطلح الأجنبي ( Convertiable bonds ) للإشارة إلى تلك السندات التي تصدرها الحكومات والتي تخول لحامليها الحق في أن يستبدلوا بها سندات أخرى في تاريخ الاستحقاق إذا ما رغب حاملو الصكوك في ذلك :

( Convertiable bond, a bond specially one issued by a government which may be exchanged if the holders so wishes, for another kind of loan stock at the date of maturity instead of being repaid )[1] .

**السندات القابلة للتحويل إلى أسهم أو سندات ( Dual Convertible Bonds ) :**

وهذه السندات تصدرها الشركات ، وتتميز بكونها قابلة للتحويل إلى أسهم عادية

( ١ ) longman dic. of business English op. cit. p 61.

أو إلى صكوك سندات على الشركة ، وتخول لصاحبها الحق في الحصول على فائدة ثابتة .

وقد يكون سعر الفائدة للسندات البديلة مرتفعًا ، وقد يختلف الإصدار الجديد عن الإصدار السابق من وجوه عديدة .

( A Dual convertible bond is convertible into either common stock or a fixed interest rate debenture . the fixed rate debenture may have a higher interest rate or other different features from the original debt instrument ) (١) .

وفضلًا عن الأنواع المتقدمة من السندات ، فإن ثمة أنواعًا أخرى منها لا تختلف عنها في جوهرها وإنما تتفرع عنها ، ويجري تصنيفها وفقًا لاعتبارات عديدة أخرى شكلًا وموضوعًا ، والتي يمكن أن نتناولها في عجالة على الوجه التالي :

**أولًا : من حيث الشكل :**

١ - سندات لحامله ( Bearer Bonds ) .

٢ - سندات اسمية ( Recorded Bonds ) .

**١ - السندات لحامله :**

وهي تلك السندات التي تكون ملكًا لحاملها ، وتعتبر من قبيل المنقولات المادية التي ينطبق بشأنها قاعدة حيازة المنقول سند الملكية .

**٢ - السندات الاسمية :**

وهي تلك التي تحمل اسم صاحبها وتنتقل حيازتها من طرف لآخر من خلال عمليات التداول في أسواق الأوراق المالية ، ويتم إثبات اسم المتنازل إليه على الصك بمعرفة الجهة المصدرة لتلك الصكوك .

**ثانيًا : من حيث طريقة سداد الفائدة أو العائد :**

لعل أكثر أنواع السندات من حيث الكم هي تلك التي تتعلق بالأسلوب الذي يتم به سداد الفائدة أو العائد لأصحاب صكوك السندات ، وأهم هذه الأنواع :

١ - سندات عادية ( Ordinary bonds ) .

٢ - سندات مشاركة في الربح ( Profit sharing bonds ) .

---

(١) Topics In investment Analysis. Notes prepared by. DrMedhat Hassanin. the American university in Cairo. sep. 87.

٣ - سندات المقارضة الإسلامية ( Modaraba Islamic bonds ) .

٤ - سندات ذات عائد متزايد لأجل معلوم ( Deffered bonds ) .

٥ - سندات ذات عائد ( Floating rate Notes ) .

٦ - سندات ذات عائد متغير ( Stepped coupon bonds ) .

٧ - سندات يرتبط عائدها بمستوى الأسعار ( Indexed bonds ) .

٨ - سندات الدخل ( Income bonds ) .

ونتناول فيما يلي التعريف بأنواع هذه السندات في إيجاز :

- السندات العادية : هي تلك التي تتيح لأصحابها الحصول على فائدة ثابتة خلال مدة القرض .

- وأما السندات المشاركة في الربح : فهي تلك التي تخول لحامليها حق الحصول على حصة في الربح الذي حققه المشروع إذا تجاوز الفائض المحقق قدرًا معينًا ، فضلًا عن الفائدة الثابتة التي تغلها هذه السندات [١] ، أما سندات المقارضة الإسلامية ويطلق عليها أيضًا سندات المضاربة الإسلامية [٢] ، فهي تلك الأداة الاستثمارية الرائعة التي قدمها الفكر الإسلامي كبديل للأدوات الربوية في أسواق رأس المال .

وهذه السندات يتم طرحها عادة للاكتتاب العام بغرض تمويل مشروعات معينة عند التكوين بعد أداء رأس المال بالكامل [٣] ، أو لتوجيه حصيلتها لبعض المشروعات القائمة ، والتي ترغب في زيادة مواردها المالية بمنأى عن شبهة الربا وأدوات التمويل الربوي ، ويرتبط العائد الذي يحصل عليه أصحاب هذه السندات بنتائج نشاط المشروع إيجابًا وسلبًا ، ويترتب على ذلك تغير العائد الموزع بتغير الفائض المحقق ؛ حيث يتم توزيع

( ١ ) longman, Business English dictionary.

(٢) يفضل بعض الشرعيين تسميتها بسندات المقارضة منعًا للخلط بين المضاربة التي يقرها الشرع الإسلامي الحنيف والمضاربة بمفهومها الغربي ( الوضعي ) .

(٣) يمتنع على المشروعات في كثير من التشريعات إصدار سندات قبل الوفاء برأس المال بالكامل ، ومن هذه التشريعات ما نص عليه القانون رقم ( ١٥٩ ) سنة ( ٨١ ) بإصدار قانون شركات المساهمة ، والذي يقضي في المادة ( ٤٩ ) بأنه يجوز للشركة إصدار سندات اسمية ، ولا يجوز إصدار هذه السندات إلا بقرار من الجمعية العامة وبعد أداء رأس المال بالكامل .

الفائض القابل للتوزيع بنسبة شائعة من الربح ، وتقوم الجهة المصدرة لهذه السندات بإجراء التصفية التدريجية لها باستهلاكها ، وينتقل المشروع كاملًا إلى تلك الجهة بعد تمام الوفاء بقيمة سندات القرض لأصحاب السندات ، ومن المعلوم أنه يمتنع على هذه المشروعات التعامل بالفائدة أخذًا أو عطاءً أو التعامل في محرم بيعًا أو شراءً وإلا لما كان هناك مقتضى لإصدارها أصلًا .

- السندات متزايدة العائد ( Defferd bonds ) ، فهذه السندات تصدر بأسعار فائدة غالبًا ما تكون منخفضة عن المستوى المتاح في الأسواق المالية ، إلا أن السعر يجري تصعيده تدريجيًا حتى يصل في تاريخ معين إلى آخر معدل تم تحديده مسبقًا لسعر الفائدة ، ويصبح السعر منذ ذلك الحين ثابتًا .

- أمَّا السندات ذات العائد المعوم ( Floating rate notes ) : فقد نشأت في سوق لندن ( Originated in the London market ) والعائد الذي تغله عادةً نصف سنوي ( Semi Annually ) ويجرى تحديده على أساس متوسط أسعار ودائع بنوك لندن الفائدة ( London inter - bank offered rate ) والمعروف بسعر الليبور ( libor ) لمدة ستة أشهر مضافًا إليه هامشًا محددًا بنسبة ربع أو نصف في المائة غالبًا ، وتخول هذه السندات لأصحابها حدًّا أدنى من العائد ، وتتراوح مدتها غالبًا ما بين خمس وسبع سنوات ، ويمكن استهلاكها قبل هذا التاريخ [١] .

**سندات ذات العائد المتغير ( Stepped coupon bonds ) :**

تختلف هذه السندات عن السندات ذات الفائدة المعومة من حيث إن سعر الفائدة لا يرتبط بسعر الليبور ( libor ) [٢] ، وهي مع هذا تتميز بتغير سعر الفائدة عليها صعودًا وهبوطًا مما يجعلها أكثر جاذبية لقطاع عريض من الراغبين في الاستثمار في السندات .

---

(١) حاكت بعض الدول ومنها مصر أسواق لندن في هذا المجال ، فأصدرت سندات التنمية الوطنية بالدولار الأمريكي على أساس متوسط أسعار ودائع بنوك لندن لمدة ( ٦ ) أشهر مضافًا إليه نسبة بواقع ( ٥,٪ ) .

(٢) the London inter bank offered rate ( libor ) that is the rate at which three or six months MoneY is offered by Leading London Bank or other banks . A Macro Economic Analysis. The euro Markets financial centers across national borders. Case study by Nouran Moustafa kamal American university, 1962, topics in investment op. cit, p. 56 .

**سندات يرتبط عائدها بمستوى الأسعار ( Indexed rate bonds ) :**

لما كانت القوة الشرائية للنقود ترتبط بمستوى الأسعار ارتباطًا عكسيًا فترتفع بانخفاضها وتنخفض بارتفاعها ؛ الأمر الذي يؤدي إلى عزوف بعض المستثمرين عن استثمار أموالهم في الأدوات المالية ذات العوائد الثابتة والتي قد تقل نسبتها عن نسبة التضخم ؛ الأمر الذي يترتب عليه تدهور القوة الشرائية للأموال المستثمرة وتآكلها ، لذلك لم يكن مستغربًا أن يستحدث الفكر المالي أداة مالية جديدة تتغير عوائدها المتمثلة في سعر الفائدة على فترات دورية لا تقل عن عام ، ولا تزيد عن عامين حيث يتم تغير سعر الفائدة على ضوء ما يسفر عنه قياس التغير النسبي في مستوى الأسعار .

**سندات الدخل ( Income bonds ) :**

على الرغم من أن هذه السندات تخول لحامليها الحق في الحصول على فائدة ثابتة محددة السعر ، إلا أن هذا الحق مشروط بتحقيق الشركة المصدرة فائضًا كافيًا لتغطية الفائدة ، فإذا لم يكن الفائض كافيًا للشركة تدفع عائدًا أقل أو يسقط عنها السداد كلية ، ولا تخول هذه السندات لحاملها الحق في المطالبة بتصفية الشركة وإعلان إفلاسها في حالة عدم قدرتها على السداد [١] .

**ثالثًا : من حيث العملة المصدرة بها السندات :**

السندات متعددة العملات ( Multi Currency bonds or Dual Currency bonds ) :

وهذه السندات تصدر بإحدى العملات ويتم سداد قيمتها بعملة أخرى ، ومن الأمثلة التطبيقية ما قامت به شركة الخطوط الأمريكية ( American Air lines ) من اقتراض ما يعادل ( ٤٤ ) مليون دولار بالفرنك السويسري ( Swiss Franc ) على أن يتم استهلاك هذا القرض بالدولار الأمريكي بعد ثماني سنوات ، ويستحق حاملو السندات فائدة ثابتة بمعدل ( ٧,٥٪ ) بالفرنك السويسري ؛ وبالإضافة إلى ذلك فإنه يجري زيادة قيمة القرض بمعدل ( ٨,٥٪ ) سنويًا كفائدة مركبة لتعويض المقرض عن تقلبات سعر الصرف ومخاطر العملة [٢] .

---

( ١ ) سعيد توفيق ، الاستثمار ، النظرية والتطبيق ، بشيء من التصريف .

( ٢ ) Topics in investment op. cit. p 57 and Longman Dic. of bus. Eng.

والجدير بالذكر أنه قد كانت هناك ثمة محاولة في مصر لإصدار سندات دولارية يجري استهلاكها وسداد=

رابعًا : من حيث الاسترداد :

١ - سندات لا يتم استهلاكها بانقضاء مدة معينة

( Annuity bonds or irredeemable bonds ) .

وهذه السندات ليس لها تاريخ استحقاق محدد ؛ ولهذا فإن الفائدة يجري سدادها أبديًا .

( Interest a bond which has no stated maturity, on which therefore is payable for ever ) [(١)] .

٢ - سندات لها صفة الاستمرارية ( Continued bonds ) :

ويكون لحاملها حق تقديمها للاستهلاك في تاريخ الاستحقاق أو أي تاريخ لاحق مستفيدًا من عوائدها .

٣ - سندات تخول لحاملها الحق في استرداد قيمتها بإرادته المطلقة ( Optional bond ) ليس لهذه السندات تاريخ محدد للاستهلاك ، والأمر هنا يكون رهنًا بمشيئة المقترض فيسترد قيمة السند وقتما يشاء .

خامسًا : السندات السلعية ( Commodity bonds ) :

وهي أحد أشكال السندات التي تسمح للمستثمر بمشاركة الجهة المصدرة لها في مخاطر تقلب أسعار السلع التي يحمل السند اسمها : ومن السندات السلعية التي يجري إصدارها عادة السندات البترولية ( Ptrobonds ) والسندات المتعلقة بالمعادن النفيسة كسندات الفضة ( Silver bonds ) وسندات الذهب ( Gold bonds ) وسندات الطاقة أو الفحم ( Cool bonds ) .

وخلافًا للسندات المتعارف عليها فإن القيمة الاسمية لهذه السندات لا تتحدد بالنقود وإنما بقدر ما تمثله من وحدات السلعة كمًا أو وزنًا أو كيلًا أو حجمًا ؛ فالسندات البترولية على سبيل المثال تكون فئاتها بعدد براميل البترول المدونة على الصك ، أما عن معدل الفائدة فهو أدنى - غالبًا - مما يتعين على الجهة المصدرة أن تدفعه مقابل الحصول على الأموال بالطرق التقليدية .

وتتأثر أسعار هذه السندات بالظروف الاقتصادية ومستويات الأسعار ؛ ففي حالات

---

= فوائدها بالجنيه المصري إلا أن الدراسات أثبتت استحالة الإقبال عليها .

( ١ ) المرجعين السابقين .

التضخم ترتفع أسعار السلع وترتفع معها أسعار السندات ، والعكس أيضًا صحيح في حالات الكساد .

ويقلل أو يحد من درجة المخاطرة حصول المستثمر على القيمة الاسمية للسندات كاملة بمقتضى الحد الأدنى لها ، وفي نفس الوقت فإن هذه السندات تسمح للجهة المصدرة لها بالحصول على الأموال بأدنى تكلفة ممكنة (١) .

**سادسًا : سندات الإيروبوند ( Eurobonds ) :**

الإيروبوند : هو صك يمثل دينًا أو التزام في ذمة الجهة المصدرة ، وقد جرت العادة على إصدار هذا النوع من السندات بفئات صغيرة كي يناسب صغار المستثمرين ، وهذه السندات تعد من الأدوات المالية طويلة الأجل ، وتتراوح مدتها غالبًا ما بين خمس وعشر سنوات .

أمَّا الفائدة فيتم دفعها سنويًّا بمعدل ثابت أو معوم ، وتتضمن هذه السندات عدة أنواع أهمها :

١ - سندات بخصم إصدار لا تخول لصاحبها حق الحصول على فائدة ( Zero coupon Bonds ) .

٢ - سندات ذات عائد معوم ( Floating Rate Bonds ) .

٣ - سندات قابلة للتحويل ( Convertible bonds ) ؛ حيث يكون بوسع حاملها الحق في استبدالها أو الحصول في مقابلها على عدد من الأسهم محدد مسبقًا ( predetermined ) خلال فترة معينة من الزمن .

٤ - سندات ذات ضمانات لشراء أسهم أو سندات ( Bonds with warrants ) ، وهذه السندات تخول لحاملها الحق أو تعطيهم حق الخيار لشراء عدد من الأسهم بسعر محدد خلال فترة سابقة مقابل السداد نقدًا أو شراء سندات جديدة بشروط القرض السابق ، فإذا ما رغب حامل الصك في ذلك فما عليه إلا فصل الجزء الملحق بالسند .

وتصدر هذه السندات كما يبين من اسمها بواحدة من عملات عديدة ، وإن كان نصيب الدولار هو الأكبر إلى حد بعيد ، وليس معنى ذلك أن إصدار سندات بالفرنك

---

( ١ ) Topics in Investment The American university in Cairo sep. op. cit. 55 - 87.

السويسري في سويسرا يجعلها من الإيروبوندز ( Erobonds ) ذلك أنه يشترط أن تقرض هذه السندات في سوق دولية حتى يمكن اعتبارها كذلك .

( Euro - Bonds must be placed on an international market to be defined as such ).

ويجري التعامل على هذه السندات من خلال تجار الأوراق المالية ( Dealers ) شأنها في ذلك شأن الأوراق التي يجري التعامل عليها في الأسواق غير الرسمية .

وشخصية حامل السند غير معلومة للكافة باستثناء الوسطاء الماليين الذين يقومون بتنفيذ عمليات البيع والشراء ، وليس هناك سجلات للملكية ، ويسعى للحصول على هذه السندات غالبًا المستثمرون من أصحاب الأرصدة المودعة خارج الولايات المتحدة الأمريكية ، وتصدر سندات الإيروبوند عادة بواسطة الشركات الأمريكية (١) .

**سابعًا : سندات الإيرودولار** ( Eurodollar Bonds ) :

هذه السندات هي ذاتها الإيروبوند غير أنها تصدر بالدولار الأمريكي (٢) .

**ثامنًا : سندات الساموراي** ( samorai ) :

الأصل في التسمية « الساموراي » ترجع إلى طبقة المحاربين الأرستقراطية اليابانية .

هذا عن الأصل اللغوي ، واصطلاحًا فهذه السندات تصدر بالين الياباني في اليابان ، وقد كان لنمو الأسواق المالية اليابانية والقبول العام للين الياباني - كعملة دولية وعالمية وكذلك لمعدلات سعر الفائدة المغرية - أبلغ الأثر في إنعاش هذا النوع في سوق السندات (٣) .

**الحكم الشرعي في السندات :**

إذا استثنينا سندات المقارضة الإسلامية التي قدمها الفكر الإسلامي بديلًا لأدوات

---

(١) Topics in Investment Op. cit. p. 49. Case study about the Mos Euromarkets by nourant afa kamal El Sheriff - The American university, 1952.

وكذلك مقال د. أحمد الجعويني بالأهرام الاقتصادي في ( ٨٧/١/٥ ) ، والذي أشار من خلاله إلى أن حجم المصدر من الأوراق المالية في سوق الإيروبوند خلال عام ( ٨٤/٨٣ ) بلغ ( ٦ ) مليون دولار ، وأن حجم إصدار واحد منها بلغ نحو مليارين من الدولارات .

(٢) Topics in Investment op. cit. p. 49.

(٣) Topics in Investment op. cit. p 50 and El Mawrid Dic.

التمويل الربوي المعاصر باعتبارها أحد صيغ عقود المضاربة الإسلامية [(١)] ، فإن كافة أنواع السندات التي تناولناها في هذا المبحث والتي تغل فائدة ثابتة ومحددة زمنًا ومقدارًا أو متغيرة ولكنها لا ترتبط بنتيجة النشاط سلبًا وإيجابًا لا تخرج عن كونها عقد قرض اجتمعت فيه عناصر ربا الديون الثلاثة وهي : الدَّين ، والأجل ، وزيادة مشروطة في الدَّين مقابل لأجل .

ولما كانت الزيادة على أصل القرض من قبيل الربا المحرم شرعًا بمقتضى الكتاب والسنة وإجماع الأمة ، أمَّا الكتاب فلقوله تعالى : ﴿ يَٰٓأَيُّهَا ٱلَّذِينَ ءَامَنُواْ ٱتَّقُواْ ٱللَّهَ وَذَرُواْ مَا بَقِيَ مِنَ ٱلرِّبَوٰٓاْ إِن كُنتُم مُّؤْمِنِينَ ۝ فَإِن لَّمْ تَفْعَلُواْ فَأْذَنُواْ بِحَرْبٍ مِّنَ ٱللَّهِ وَرَسُولِهِۦ وَإِن

( ١ ) أوصت ندوة سندات المقارضة وسندات الاستثمار التي انعقدت بمدينة جدة بالمملكة العربية السعودية بدعوة من المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية بالتعاون مع مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر في الفترة من ( ٦/٩ ) محرم ( ١٤٠٨هـ ) بالآتي : تعرف سندات المقارضة بأنها أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض ( المضاربة ) بإصدار صكوك ملكية رأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصًا شائعة في رأس مال المضاربة ، ويفضل تسمية هذه الأداة الاستثمارية صكوك المضاربة ، وقد حددوا أربعة عناصر يشترط توافرها في الصورة المقبولة شرعًا لسندات المقارضة وهي :
العنصر الأول : أن يمثل الصك ملكية حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله ، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته وتترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعًا للمالك في ملكه من بيع وهبة ورهن وارث وغيرها .
العنصر الثاني : يقوم العقد على أساس أن شروط التعاقد تحددها ( نشرة الإصدار ) وأن ( الإيجاب ) يعبر عنه الاكتتاب في هذه الصكوك ، وأن القبول ( تعبر عنه موافقة الجهة ) ولا بد أن تشتمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعًا في عقد القراض من حيث بيان معلومية رأس المال ، وتوزيع الربح مع بيان الشروط الخاصة بذلك الإصدار على أن لا تتفق هذه الشروط مع الأحكام الفقهية المعتبرة .
العنصر الثالث : أن تكون صكوك المضاربة قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب باعتبار ذلك تصرفًا من المالك في ملكه مع مراعاة الآتي :
أ - إذا كان مال القرض المتجمع بعد الاكتتاب وقبل مباشرة العمل والمال ما يزال نقودًا ، فإن تداول صكوك المقارضة يعتبر مبادلة نقد بنقد ويطبق عليه أحكام الصرف.
ب - إذا أصبح مال القراض ديونًا يطبق على تداول صكوك المقارضة أحكام تداول النقود بالنقود.
جـ - إذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع فإنه يجوز تداول صكوك المقارضة وفقًا للسعر المتراضى عليه وطبقًا للأحكام الشرعية ، مجلة الاقتصاد الإسلامي ، العدد ( ٧٧ ) ، ربيع الثاني ( ١٤٠٨هـ ) .

تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُءُوسُ أَمْوَٰلِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ ﴾ [البقرة: ٢٧٨ ، ٢٧٩] .

وأما السنة فقد صح عن رسول الله ﷺ فيما رواه جابر ، قال : « **لعن رسول الله ﷺ آكل الربا وموكله وكاتبه وشاهديه** » ، وقال : « **هم سواء** » (١) .

وأمَّا الإجماع فلِما ذكره ابن المنذر في إجماعاته بقوله : « وأجمعوا على أن المسلف إذا شرط على المستسلف زيادة أو هدية ، فأسلف على ذلك ، أنَّ أخذ الزيادة على ذلك ربا » ، وذكره صاحب المغني في باب القرض (٢) .

ولما ذكره صاحب مراتب الإجماع أنهم : « اتفقوا على وجوب رد مثل الشيء المستقرض » (٣) .

وكذلك لما انتهت إليه المجامع الفقهية على حرمة الزيادة مقابل القرض وما صدر عن جهات الفتوى الشرعية والتي نتخير منها ما يلي :

١ - فتوى المؤتمر الثاني لمجمع البحوث الإسلامية المنعقد بالقاهرة عام ( ١٣٨٥هـ - ١٩٦٥م ) ونصها :

أ - الفائدة على أنواع القروض كلها ربًا محرم لا فرق في ذلك بين ما يسمى بالقرض الاستهلاكي وما يسمى بالقرض الإنتاجي ؛ لأن نصوص الكتاب والسنة في مجموعها قاطعة في تحريم النوعين .

ب - كثير الربا وقليله حرام كما يشير إلى ذلك الفهم الصحيح في تحريم النوعين .

جـ - الإقراض بالربا محرم لا تبيحه حاجة ولا ضرورة ، والاقتراض بالربا محرم كذلك ولا يرتفع إثمه عن المقترض إلا إذا دعت الضرورة ، وكل امرئ متروك لدينه في تقدير ضرورته (٤) .

٢ - فتوى المجمع الفقهي الإسلامي لرابطة العالم الإسلامي بمكة المكرمة في الدورة

---

(١) الحديث رواه مسلم في صحيحه في باب الربا ، انظر : مسلم بشرح النووي ( ٢٦/١١ ) ، المطبعة المصرية .

(٢) الإجماع لابن المنذر ، كتاب البيوع ، مسألة ( ٥٠٨ ) ، ( ص ٥٥ ) ، دار الكتب العلمية ببيروت ، وكذلك ما رواه صاحب المغني عن ابن المنذر في باب القرض ، مسألة ( ٣٣٢١ ) ، ( ٢٤٠/٤ ) ، مكتبة القاهرة .

(٣) مراتب الإجماع لابن حزم ، باب القرض ، ( ص ١٠٨ ) ، دار الآفاق الجديدة ، بيروت .

(٤) مركز الاقتصاد ، المصرف الإسلامي الدولي للاستثمار والتنمية ، الأرباح والفوائد المصرفية بين التحليل الاقتصادي والحكم الشرعي .

السابعة للمجمع سنة ( ١٤٠٤هـ ) وجاء فيها :

« فإن مجلس المجمع الفقهي الإسلامي بعد اطلاعه على حقيقة سوق الأوراق المالية والبضائع وما يجري فيها من عقود عاجلة وآجلة على الأسهم وسندات القروض ... يقر...

رابعًا : أن العقود العاجلة والآجلة على سندات القروض بفائدة بمختلف أنواعها غير جائزة شرعًا ؛ لأنها معاملات تجري بالربا المحرم » (١) .

٣ - قرار مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي بجدة : قرر مجلس مجمع الفقه الإسلامي في دورة انعقاد مؤتمره الثاني بجدة من ( ١٠ - ١٦ ) ربيع الثاني ( ١٤٠٦هـ ) الموافق ( ٢٢ - ٢٨ من ديسمبر ١٩٨٥م ) ، بعد أن عرضت عليه بحوث مختلفة في التعامل المصرفي :

- أن كل زيادة « أو فائدة » على الدَّين الذي حل أجله وعجز المَدين عن الوفاء به مقابل تأجيله ، وكذلك الزيادة على القرض منذ بداية العقد فهاتان الصورتان ربًا محرم شرعًا (٢) .

٤ - قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي بمكة المكرمة :

فإن مجلس المجمع الفقهي الإسلامي في دورته التاسعة المنعقدة بمبنى رابطة العالم الإسلامي في مكة المكرمة في الفترة من ( رجب ١٤٠٦هـ - ١٩٨٢م ) قد نظر في موضوع تفشي المصارف الربوية وتعامل الناس معها ... وقد رأينا المؤتمرات والندوات الاقتصادية التي عقدت في أكثر من بلد إسلامي وخارج العالم الإسلامي تُقرر بالإجماع حرمة الفوائد الربوية .. ومن هنا قرر المجلس :

- أنه يجب على المسلمين كافة أن ينتهوا عما نهى اللّه عنه من التعامل بالربا أخذًا أو عطاء أو المعاونة عليه بأي صورة حتى لا يحل بهم عذاب اللّه .

- أن كل ما جاء عن طريق الفوائد الربوية هو مال حرام شرعًا لا يجوز أن ينتفع به

---

(١) أ.د علي السالوس ، العمليات المالية المعاصرة في ميزان الفقه الإسلامي ، مكتبة الفلاح ، الكويت ، ( ص ٤٥٢ ) .

(٢) أ.د علي السالوس ، مرجع سابق ، ( ص ٤٣٨ ) .

المسلم – مودع المال – لنفسه أو لأحد ممن يعوله في أي شأن من شؤونه [١] .

٥ – فتوى المجلس الأعلى للشؤون الإسلامية دار الإفتاء المصرية في استثمار المال في أذون الخزانة وسندات التنمية :

... لما كان البنك يستطلع الرأي الشرعي في إمكان استغلال أموال أبناء الجاليات المصرية بالبلاد العربية في شراء أذون الخزانة التي تصدرها الدولة وتكتتب فيها البنوك وهي بمعدل فائدة ثابت ، وكذلك في شراء سندات التنمية وهي بمعدل فائدة ثابت أيضًا ، ولما كانت أذون الخزانة وسندات التنمية التي تصدرها الدولة بمعدل فائدة ثابت من باب القرض بفائدة ، وقد حرمت الشريعة الإسلامية القروض ذات الفائدة المحددة أيًا كان المقرض أو المقترض ؛ لأنها من باب الربا المحرم شرعًا بالكتاب والسنة والإجماع ، فإن تحقيق رغبة المستثمرين وحرصهم على الكسب الشرعي الذي أحله اللَّه يستلزم ألا تستغل أموالهم على غير رغبتهم في هذه الأذون والسندات [٢] .

أما وقد انتهينا من عرض بعض ما وقع عليه اختيارنا من قرارات وتوصيات المجامع الفقهية ، وجهات الفتوى الشرعية في شأن حرمة الفوائد الربوية ؛ فقد بقي أن نسجل على صفحات هذا البحث انعقاد الإجماع على أن الربا من أخبث المكاسب وتحريمه من ضروريات الدين ويدخل مستحله في سلك الكافرين .

قال ابن عباس : « من كان مقيمًا على الربا لا ينزع عنه ، فحق على إمام المسلمين أن يستتيبه ، فإن نزع وإلا ضرب عنقه » [٣] .

وقال ابن خويز منداد : « ولو أن أهل بلد اصطلحوا على الربا استحلالًا كانوا مرتدين والحكم فيهم كالحكم في أهل الردة وإن لم يكن ذلك منهم استحلالًا جاز للإمام محاربتهم » [٤] .

---

(١) المرجع السابق ، ( ص ٤٣٩ – ٤٤٢ ) .

(٢) دار الإفتاء المصرية ، ( ٩/٢٧ ) سنة ( ١٤٠٣هـ – ١٩٨٣م ) فتوى ( ١٢٤٨ ) ، ( ص ٣٣١١ ) المفتي : الشيخ جاد الحق .

(٣) معجزة الإسلام في موقفه من الربا ، المعهد الدولي للسلوك والاقتصاد الإسلامي ، ( ١٤٠٢هـ ) ، ( ص ٧٨ ) .

(٤) المرجع السابق ، ( ص ٧٨ ) ، وكذا ذكره د. صالح المرزوقي في شركة المساهمة في النظام السعودي ، ( ص ٣٩٧ ) .

وعن أبي هريرة ﷺ قال : قال رسول الله ﷺ : « **الربا سبعون بابًا أهونها مثل أن ينكح الرجل أمه** » (١) .

وعن جابر ﷺ قال : لعن رسول الله ﷺ آكل الربا وموكله وكاتبه وشاهديه ، وقال : « **هم سواء** » (٢) .

وعن سمرة بن جندب ﷺ قال : قال رسول الله ﷺ : « **رأيت الليلة رجلين أتياني فأخرجاني إلى أرض مقدسة فانطلقنا حتى أتينا على نهر من دم فيه رجل قائم ، وعلى وسط النهر رجل بين يديه حجارة ، فأقبل الرجل الذي في النهر فإذا أراد الرجل أن يخرج رمي الرجل بحجر في فيه فرده حيث كان، فقلت : ما هذا الذي رأيته في النهر ؟ فقال : آكل الربا** » (٣) .

وعن ابن عباس ﷺ قال : « **إذا ظهر الربا في قرية فقد أحلوا بأنفسهم عذاب الله** » (٤) .

## المطلب الثالث : حصص التاسيس :

### تعريف حصة التأسيس :

هي صك يعطي حامله حقوقًا في أرباح الشركة دون أن يمثل حصة في رأس المال ، وتمنح حصص التأسيس مكافأة على خدمات أدَّاها المؤسسون للشركة ، ومن هنا جاءت تسميتها ، وقد تمنح لغير المؤسسين وتسمى عندئذ حصص أرباح ، وقد أعطت بعض التشريعات الحرية في إنشاء هذه الحصص لمكافأة المجهودات التي بذلت في تأسيس الشركة أو الخدمات التي قدمت لهذا الغرض ، وليس لحصص التأسيس قيمة اسمية وإنما يحدد نصيبها في الأرباح ، ولذلك لا تدخل في حساب رأس المال ولا يكون لأصحابها نصيب في فائض التصفية عند حل الشركة ، ولا تخول صاحبها حق الاشتراك في الإدارة ، وتكون عادة قابلة للتداول بالطرق التجارية (٥) .

(١) رواه الطبراني في الأوسط من رواية عمر بن راشد ، وابن ماجه من حديث أبي هريرة ورواه البيهقي . انظر : مختصر الترغيب والترهيب ، مرجع سابق .

(٢) رواه مسلم في صحيحه ، مسلم بشرح النووي ، باب الربا ، ( ج١١ ) ، المسابقة المصرية .

(٣) رواه البخاري في صحيحه في باب آكل الربا وشاهديه وكاتبه ، البخاري بشرح السندي ، الجزء الثاني ، عيسى الباب الحلبي .

(٤) رواه الحاكم وقال : صحيح الإسناد ، انظر مختصر الترهيب والترغيب ، والذي اختصره ابن حجر ، والأصل للمنذري ، الحديث برقم ( ٦٥٢ ) ، مكتبة التراث الإسلامي .

(٥) الموسوعة العربية الميسرة ( ج١ ) ، ( ١٩٨٧م ) ، دار نهضة بيروت .

وقد ظهرت حصص التأسيس لأول مرة سنة ( ١٨٥٨م ) بمناسبة تأسيس شركة قناة السويس كوسيلة لشراء ذمم بعض رجال السياسة الأوروبيين ، وحملهم على الدفاع عن مشروع حفر قناة السويس في مواجهة معارضيه ، لا سيما في إنجلترا وكذا الباب العالي ، وقد كشفت التجربة عن أن المؤسسين اتخذوا حصص التأسيس ذريعة للحصول لأنفسهم على جانب كبير من الأرباح لا يتناسب وما أدوه من خدمات للشركة [١] .

ولهذه الاعتبارات وقف كثير من التشريعات منها موقف العداء ؛ فحرمها المشرع الفرنسي والقانون اللبناني وكذلك فعل المشرع السوري ، وتجاهلها القانون العراقي والكويتي ، ولهذا كانت إجازة الشارع المصري لإنشاء حصص التأسيس موضع نقد من قِبَل فقهاء القانون وشُرَّاحه [٢] .

## خصائص حصص التأسيس :

١ - حصة التأسيس لا تدخل في تكوين رأس مال الشركة ؛ حيث إن صاحب الحصة لم يقدم أية حصة نقدية في رأس المال ، بل أدى خدمات للشركة ، وإذا كان قد قدم حصة عينية فإن هذه الحصة لا تقوم بالنقود ولا تكون جزء من رأس المال ، وبذلك تتميز حصة التأسيس عن السهم الذي يمثل حصة نقدية أو عينية دخلت في تكوين رأس المال .

٢ - تخول حصة التأسيس لصاحبها نصيبًا في الأرباح ، وحق صاحب حصة التأسيس في الأرباح معلق على وجود أرباح صافية ، وبذلك يفترق حامل حصة التأسيس عن حامل السند الذي يعتبر دائنًا للشركة وله الحق في فائدة ثابتة ولو لم تحقق

---

(١) د. أبو زيد رضوان ، شركات المساهمة وفقًا لأحكام القانون ( ١٥٩ ) لسنة ( ٨١ ) ، ( ط ٨٢ ) ، مرجع سابق .

(٢) استبقى القانون رقم ( ١٥٩ ) لسنة ( ٨١ ) نظام حصص التأسيس ... ولا أرى مبررًا لإحياء حصص التأسيس في القانون الجديد بعد أن انتهت التشريعات الحديثة إلى إلغائها ، د. مصطفى كمال طه ، القانون التجاري ، شركات الأموال ، ( ط٨٢ ) ، مرجع سابق ، ( ص ١٠٧ ، ١٠٨ ) وجاء في نقد آخر : « وقد حظرت كثير من التشريعات هذا النوع من الصكوك بينما أجازها البعض كالشارع المصري » ، وفي نقد لاذع آخر : « وقد أقر القانون ( المصري ) الجديد إنشاء حصص التأسيس على النحو القائم فعلًا في ( ق ٢٦ ) لسنة ( ٥٤ ) ، ولقد كان مأمولًا - وأمام مشرعي هذا القانون موقف القانون المقارن من إنشاء هذه الصكوك - كان مأمولًا أن يلغيها غير أن موقفه في هذا الشأن وفي شؤون أخرى يؤكد أنه ( قانون الوراء ) وبشكل ينبئ عن إصرار غريب على تبني مفاهيم جامدة ربما عفا عليها زمن المفاهيم العتيقة » ، أبو زيد رضوان ، مرجع سابق ، ( ص ١٣٠ ) .

الشركة أرباحًا .

٣ - إن الصك الذي يمثل حصة التأسيس ليست له قيمة اسمية وإنما يحدد نصيب الحصة في الأرباح ، كأن ينص على أنه يعطي الحق في جزء معين من الأرباح المخصصة لأصحاب حصص التأسيس .

٤ - إن حصة التأسيس لا تخول صاحبها حق التدخل في إدارة الشركة على عكس السهم الذي يخول المساهم حق إدارة الشركة والتصويت في الجمعيات العامة .

**موقف القانون المصري من حصص التاسيس ( من حيث إنشائها وإلغائها وتحويلها إلى اسهم )** [1] **:**

**أ - من حيث الإنشاء :**

استبقى القانون رقم ( ١٥٩ ) لسنة ( ٨١ ) نظام حصص التأسيس ، وأخذ بنفس الأحكام المقررة في القانون رقم ( ٢٦ ) لسنة ( ٥٤ ) ، وقد نصت المادة ( ١٥٣ ) من اللائحة التنفيذية لقانون شركات المساهمة رقم ( ١٥٩ ) لسنة ( ٨١ ) على الآتي :

لا يجوز إنشاء حصص تأسيس أو حصص أرباح إلا مقابل التنازل عن التزام مَنَحَتْهُ الحكومة أو حق من الحقوق المعنوية ، ويتم إنشاء حصص التأسيس أو حصص الأرباح سواء عند تأسيس الشركة أو زيادة رأسمالها ، ويجب أن يتضمن نظام الشركة بيان بمقابل تلك الحصص والحقوق المتعلقة بها .

**إلغاء حصص التأسيس :**

لما كانت حصص التأسيس تعتبر عبئًا ثقيلًا على الشركة يستوعب جانبًا كبيرًا من أرباحها ، وينتقص من حق المساهمين في الربح ، ويحول في كثير من الأحيان دون زيادة رأس المال ؛ لذلك أجازت المادة ( ٣٤ ) فقرة ( ٢ ) للجمعية العامة للشركة الحق في إلغائها مقابل تعويض عادل تحدده لجنة التقدير المنصوص عليها في المادة ( ٢٥ ) وذلك بعد مضي ثلث مدة الشركة أو عشر سنوات مالية على الأكثر من تاريخ إنشاء تلك الحصص ، ما لم ينص نظام الشركة على مدة أقصر أو في أي وقت

---

(١) د. مصطفى كمال طه ، مرجع سابق ، ( ص ١١١ ) .

بعد ذلك [١] .

واعتبر بعض رجال القانون ذلك من قبيل نزع الملكية ، فقال : « وهذا نوع من نزع الملكية قرره الشارع لصالح الشركة لفائدته الظاهرة » [٢] .

**ب - من حيث تحويل الحصص إلى أسهم زيادة رأس المال :**

أجازت المادة ( ١٥٨ ) من اللائحة التنفيذية في الأحوال التي يكون فيها للجمعية العامة للشركة إلغاء حصص التأسيس أو حصص الأرباح أن تقرر بناء على اقتراح مجلس الإدارة أو الشركاء تحويلها إلى أسهم يزداد رأس المال بقيمتها في حدود رأس المال المرخص به .

**حقوق أصحاب الحصص :**

تقضي المادة ( ١٥٦ ) من هذه اللائحة بالآتي :

لا تدخل حصص التأسيس أو حصص الأرباح في تكوين رأس مال الشركة ولا يعتبر أصحابها شركاء ، ولا يكون لهم من الحقوق إلا ما ينص عليه نظام الشركة أو القرار الصادر من الجمعية العامة غير العادية ، ولا يجوز أن تخصص لهذه الحصص نسبة من الأرباح بما يزيد على ( ١٠٪ ) من الأرباح الصافية بعد حجز الاحتياطي القانوني ووفاء ( ٥٪ ) على الأقل لأصحاب الأسهم .

ولا يكون لأصحاب حصص التأسيس أو حصص الأرباح أي نصيب في فائض التصفية عند حل الشركة وتصفيتها ،ولا تسري أحكام هذه المادة على حصص التأسيس القائمة قبل أول أبريل سنة ( ١٩٨٢م ) .

**التكييف القانوني لحصص التأسيس :**

احتدم الجدل بين فقهاء القانون وشراحه حول الصفة الغالبة لحصص التأسيس أو التكييف القانوني لها ؛ فاختلفت الآراء حولها فمن قائل أن صاحب حصة التأسيس دائن للشركة ، ومن قائل أنه شريك ، بينما ذهب البعض إلى أن صاحب حصة التأسيس لا يعتبر شريكًا فحسب ولا دائنًا فحسب وإنما هو في مركز خاص [٣] .

---

(١) د. مصطفى كمال طه ، مرجع سابق . (٢) المرجع السابق .

(٣) الشركات لعلي يونس ، ( ص ٥٤٦ ) نقلًا عن رسالة د. المرزوقي من شركات المساهمة في النظام=

ويقول د. أبو زيد رضوان : « وقد أثير حول طبيعة حصص التأسيس جدل شهير ، وذلك يرجع إلى الاختلاف حول طبيعة مركز صاحب هذه الحصة في الشركة ؛ إذ يرى البعض أنه مساهم من نوع خاص بينما يرى البعض الآخر أنه دائن ، أو أن له حق ذو طبيعة خاصة ينفرد به دون سائر الحقوق المترتبة على الصكوك التي تصدرها الشركة ، ويرى أنه من الصعب مقارنة أو مطابقة مركز صاحب حصة التأسيس مع مركز المساهم وهو الشريك بحصة ، ولا مع مركز حامل سند القرض وهو الدائن للشركة بدين مؤكد ، ويبدو لنا أن صاحب حصة التأسيس بمثابة دائن بحق أو دين احتمالي أو صاحب فرصة في الحصول على نصيب في الربح » (١) .

ويصوب د. مصطفى كمال طه الرأي القائل : إن صاحب حصة التأسيس شريك في الشركة ؛ لأنه يشترك في الأرباح ، والاشتراك في الأرباح لا يكون إلا للشريك ، ويرى أن صاحب الحصة وإن لم يشترك في تكوين رأس المال ، إلا أن هذا لا ينفي عنه صفة الشريك ، ولا يقدح في اعتبار صاحب حصة التأسيس شريكًا حرمانه من التدخل في إدارة الشركة ؛ فالموصي مثلًا شريك في شركة التوصية ، وليس له مع ذلك أن يتدخل في الإدارة ، كما لا يرفع عن صاحب حصة التأسيس صفة الشريك أنه لا يشترك في الأرباح على قدم المساواة مع أصحاب أسهم رأس المال ؛ إذ يجوز أن يتفق على توزيع الأرباح بين الشركاء بنسب مختلفة (٢) .

بينما ترى الدكتورة سميحة القليوبي بعد عرضها للآراء الأخرى أن حصص التأسيس لها طبيعة متميزة من مركز صاحبها الخاص بشركة المساهمة ؛ فهذا الأخير يعد في مركز وسط بين الدائن والشريك ، وإن كان يقترب من الأول عن الثاني ، وذلك أن حصص التأسيس تجعل صاحبها دائنًا بقدر من الربح إذا ما حققت الشركة أرباحًا دون حقه في إدارة الشركة أو المساهمة في خسائرها الذي هو مناط صفة الشريك ، وفنَّدت الرأي السابق الذي يقيس الشريك الموصي بصاحب حصص التأسيس بعدم صحة القياس ؛ ذلك أن الشريك الموصي وإن كان ممنوعًا من الإدارة الخارجية إلا أن له الحق في الإدارة

---

= السعودي ، مرجع سابق ، ( ص ٣٨٠ ) .

(١) شركات المساهمة وفقًا لأحكام القانون ( ١٥٩ ) ، لسنة ( ٨١ ) ، ( ص ١٢٩ ) ، مرجع سابق .

(٢) د. مصطفى كمال طه ، القانون التجاري ، شركات الأموال ، ( ص ١١٢ ، ١١٣ ) ، مرجع سابق .

الداخلية ، ولا يملك أحد حرمانه منها [١] .

ويقول كامل ملش : « إذا ما نظرنا إلى ما قرّره المُقَنِّن المصري من حرمان جملة أسهم ( حصص ) التأسيس من حق التصويت بالجمعية العمومية تأكد لنا القول بأنه يعتبر حامل سهم التأسيس في هذه الحالة دائنًا لا مساهمًا » [٢] .

ويرى الباحث أن ما نصت عليه اللائحة التنفيذية في المادة ( ١٥٦ ) تغني عن الاجتهاد الذي توصل إليه الكاتب ؛ حيث نصت صراحة « أن حصة التأسيس لا يعتبر أصحابها شركاء » .

بينما يرى د. علي حسن يونس أن صاحب حصة التأسيس لا يعتبر دائنًا ولا شريكًا ولكنه في مركز البائع الذي ارتضى أن يكون ثمن البيع حقًّا احتماليًا غير محدد المقدار وقت البيع ؛ فهو يبيع لحساب الشركة حقًّا من الحقوق في مقابل ثمن احتمالي يحصل الاتفاق عليه في نظام الشركة ويتقاضاه البائع جزء بجزء كل عام .

**موقف الفقه الإسلامي من حصص التأسيس :**

بعرض هذا النوع من حصص التأسيس على مختلف أنواع العقود التي تناولتها كتب الفروع في الفقه الإسلامي لاحتمال تماثلها مع أحد أنواع هذه العقود رغم اختلاف المسميات أخذًا في الاعتبار أن العبرة بالمقاصد والمعاني وليست بالألفاظ والمباني ، وبعرضها كذلك على قواعد الفقه الإسلامي لاستبانة مدى مشروعيتها ، استبان لنا أن صاحب حصة التأسيس ليس شريكًا في الشركة وليس كذلك دائنًا لها ..

فالشركة تقتضي أن يقدم الشريك حصة نقدية أو حتى عينية أو عملًا مستمرًا يستمد استمراره من استمرار الشركة ، بينما نجد على الجانب الآخر صاحب حصة التأسيس لم يقدم أيًا من هذه الحصص ، ولكنه قدم مساعدات للشركة حصل في مقابلها على حصص تأسيس غير متقومة بمال ؛ لذلك صدرت هذه الحصص وليس لها قيمة اسمية وليست جزء من رأس المال ، وليست لها عند التصفية قيمة استردادية ؛ الأمر الذي ينتفي معه عن صاحب حصة التأسيس صفة الشريك وإن شارك الشركاء في جزء من الأرباح .

---

(١) د. سميحة القليوبي ، القانون التجاري ، الشركات التجارية الخاصة ، ( ص ٢٢٣ ) ، دار النهضة .

(٢) الشركات لكامل ملش ، نقلًا عن د. المرزوقي ، رسالة دكتوراه ، ( ص ٢٨٠ ) ، مرجع سابق .

كما أن صاحب حصة التأسيس ليس دائنًا للشركة ؛ لأن الجهود المبذولة من جانبه لم تقوَّم بمال ، وليست قرضًا في ذمة الشركاء واجب الأداء يستحق بالمطالبة أو بحلول موعد الاستحقاق ، ولا يقدح في ذلك اعتبار بعض فقهاء القانون صاحب حصة التأسيس دائنًا للشركة بجزء من الربح إذا حققت هذه الشركة أرباحها ؛ فهذا الرأي واهن لكونه احتماليًا معلقًا على شرط ، وقيمة الدين مجهولة ، وموعد استحقاقه غير معلوم ، واعتباره دائنًا التزام بما لا يلزم ، وفي عدم استحقاقه مع سائر الدائنين لجزء من ناتج التصفية خير شاهد على ما قدمنا وأفضل دليل .

وحصص التأسيس لا ينطبق عليها أيضًا عقد الإجارة ؛ لأن عقد الإجارة عقد على منفعة معلومة مقصودة قابلة للبذل والإباحة بعوض معلوم [١] ، فمن شروطها : أن تكون الأجرة معلومة ، وانتفاء العلم بها يجعلها من العقود الفاسدة لنهي رسول الله ﷺ عن استئجار الأجير حتى يبين له أجره [٢] .

ولهذا قال صاحب المغني : يشترط في عوض الإجارة كونه معلومًا لا نعلم في ذلك خلافًا ؛ وذلك لأنه عوض في عقد معاوضة فوجب أن يكون معلومًا كالثمن في البيع .

فإن قيل : إن العوض معلوم وهو نسبة محددة من الربح المحقق في نهاية كل سنة مالية ، قلنا : إن الربح والخسارة احتمالان قائمان ليس أحدهما أرجح من الآخر ؛ لذلك كان العوض مجهولًا ولا يصلح أن يكون عوضًا في الإجارة كسائر المجهولات .

وقد فصل لنا صاحب المغني هذه المسألة بقوله : « ولو استأجر رجلًا ليسلخ له بهيمة بجلدها لم يجز ؛ لأنه لا يعلم هل يخرج الجلد منها سليمًا أو لا ، وهل هو تخين أم رقيق ، ولأنه لا يجوز أن يكون ثمنًا في البيع فلا يجوز أن يكون عوضًا في الإجارة كسائر المجهولات » [٣] .

وقال صاحب الكافي : « ولا يجوز الإجارة ولا الكراء بالمجهول الذي يقل مرة ويكثر

---

(١) تعريف الشافعية ، الفقه على المذاهب الأربعة ، الجزيري ، ( ٩٨/٣ ) ، دار الإرشاد ، والتعريف أيضًا في كفاية الأخيار للإمام تقي الدين الحسيني ، ( ص ٣٠٩ ) ، عيسى الحلبي .

(٢) الحديث رواه أحمد عن أبي سعيد ورجاله رجال الصحيح ، منهاج المسلم ، ( ص ٣٣٨ ) مؤسسة الرسالة .

(٣) المغني لابن قدامة ، ( ٤٤٢/٥ ) ، مكتبة جمهورية مصر .

أخرى ، ولا في العمل غير المعلوم ولا إلى مدة غير معلومة ، ولا يجوز لأحد أن يستأجر أجيرًا على أن يعطيه ما يعطي الناس لأجرائهم إن كان في ذلك اختلاف » [١] .

وحصص التأسيس لا ينطبق عليها عقد الجعالة ؛ لأن الجعالة أن يجعل جائز التصرف قدرًا معلومًا من المال لمن يقوم له بعمل معلومًا [٢] .

قال صاحب كفاية الأخيار الشافعي : ويشترط في الجعل أن يكون معلومًا ؛ لأنه عوض فلا بد من العلم به كالأجرة في الإجارة ، فلو كان مجهولًا كقوله : من رد آبقي أو ضالتي فله ثوب أو عليّ رِضَاه ونحو ذلك أعطيه شيئًا فهو فاسد [٣] ، وقال نحو ذلك صاحب الكافي [٤] .

ولما كان الجعل في حصص التأسيس غير معلوم علمًا نافيًا للجهالة ؛ لذلك فإن حصص التأسيس لا ينطبق عليها عقد الجعالة .

كما أن حصص التأسيس ليست هبة مجردة ؛ لأن حصة التأسيس في مقابلة ما يقدمه صاحب الحصة من براءة اختراع أو حق امتياز ( أو جهد مبذول لإنجاح المشروع ) . ولا هي هبة بعوض ؛ لأن الهبة بالعوض بيع ؛ فيشترط فيها ما يشترط في البيع وهو علم مقدار الثمن ، والثمن هنا إن صح أن يقدر بيعًا هو الربح ، والربح مجهول القدر ومجهول الوجود [٥] .

ويرى د. المرزوقي أن أقرب ما يصدق على هذا النوع من الصكوك التي تصدرها شركات المساهمة ، أن صاحب حصة التأسيس شبيه بالبائع الذي ارتضى أن يكون ثمن البيع حقًّا احتماليًا غير محدد المقدار والمبيع حقًّا معنويًا ، وهذا النوع من البيوع لا يجوز شرعًا لا لأنه حق معنوي ، وإنما لأن الثمن مجهول ، ومن شروط البيع أن يكون الثمن معلومًا [٦] .

---

(١) الكافي في فقه أهل المدينة المالكي لابن عبد البر ، ( ص ٣٦٨ ) كتاب الأُكرية والإجارات ، دار الكتب العلمية ، بيروت .

(٢) منهاج المسلم ، مرجع سابق ، ( ص ٣٣٩ ) .

(٣) كفاية الأخيار ، مرجع سابق ، ( ص ٣١٣ ) .

(٤) الكافي ، مرجع سابق ، ( ص ٣٧٦ ، ٢٧٧ ) .

(٥) د. المرزوقي ، مرجع سابق ، ( ص ٣٨٢ ) رسالة دكتوراه .

(٦) المرجع السابق ، ( ص ٣٨٢ ) .

وإذا كان فقهاء القانون قد تناولوا بالنقد والتجريح تلك القوانين التي أباحت إنشاء حصص التأسيس لما لمسوه فيها من مخالفتها لمقتضيات العدالة ، ولم يكن ذلك ناشئًا عن شعور لمخالفتها لأحكام الشرع القويم حتى لقد ذهب الدكتور محسن شفيق إلى أن نظام حصص التأسيس نظام بغيض ، وأن الإسراف في إصدارها أو في تعيين قدر الأرباح التي تخصص لها ضرب من ضروب ابتزاز أموال الناس بالباطل ؛ فمن الأولى أن تبادر التشريعات المعمول بها حاليًا في الدول الإسلامية إلى إلغائها [1] .

ونحن نتفق مع ما انتهى إليه كلٌّ من د. عبد العزيز الخياط ود. المرزوقي بأنه يتعين على الشركات أن تقدم مكافأة لأولئك الذين أسدوا إليها خدمات أو مساعدات عند التأسيس ، أو أن تُقَوِّم حقوقهم ومجهوداتهم التي قدمت للشركة عند التأسيس بقيمة نقدية يحصلون في مقابلها على عدد من الأسهم يصيرون بها شركاء في الشركة .

* * *

---

(١) د. المرزوقي ، مرجع سابق بشيء من التصرف ، ( ص ٣٨٣ ، ٣٨٤ ) .

## المَبْحَثُ الثَّالِثُ

## أنواع البيوع وصيغ العقود في أسواق الأوراق المالية ، والآثار المترتبة عليها ، وموقف الفقه الإسلامي منها

### المَطْلَبُ الأَوَّلُ : البيوع العاجلة :

**تمهيد :**

تناولنا في الفصل السابق الأدوات المالية التي يجري التعامل عليها في أسواق الأوراق المالية ، وموقف الفقه الإسلامي منها ، ومن مختلف الأنواع التي تتفرع عنها وتندرج تحت عنوانها .

ونظرًا لأن البيوع التي تتم من خلال هذه الأسواق ليست ذات طبيعة واحدة ؛ إذ ينعقد بعضها على أصول مالية حاضرة وتترتب عليها آثارها وأحكامها فور إنشائها ، والبعض الآخر يتم على أصول مالية غير حاضرة ولا تترتب عليها آثارها ولا أحكامها ، ولا يتحقق انعقادها ولا وجودها في نظر الشارع على ما سوف نرى ، وهذه ما تسمى في البورصات بالبيوع الآجلة ، ونظرًا لاختلاف طبيعة هذه البيوع وكذا حداثة الأصول محل هذه العقود ، وما يترتب على اختلاف صيغ العقود من اختلاف الأحكام نظرًا لاتصال أحكام العقود بصيغها ؛ فإن الأمر يقتضي أن نتناول في عجالة بعض الأصول التي تتعلق بهذه البيوع في حدود ما يفيد البحث وبقدر محدود من التفصيل .

**أولًا : مفهوم البيع في اللغة :**

البيع ضد الشراء ، والبيع هو الشراء أيضًا ، وهو من الأضداد ، وبعت الشيء ، أي : اشتريته ، وفي الحديث : « **لا يبع أحدكم على بيع أخيه** » ، قال أبو عبيدة : أي لا يشتر على شراء أخيه ، فوقع النهي هنا على المشتري لا على البائع [1] ، ويقال للمشتري والبائع : بيعان [2] ، وقوله تعالى : ﴿ وَشَرَوْهُ بِثَمَنٍ بَخْسٍ دَرَاهِمَ مَعْدُودَةٍ ﴾ [يوسف : ٢٠]

---

(١) لسان العرب ، لابن منظور ، مادة : بيَعَ . (٢) مختار الصحاح للرازي .

أي : باعوه [١] .

**ثانيا : تعريف البيع في الفقه الإسلامي :**

للبيع في الفقه الإسلامي معنيان : أحدهما : عام ، والآخر : خاص .

أمَّا البيع بمعناه العام فهو معاوضة مال بمال تمليكًا وتملكًا على التأبيد ، وهذا المعنى يشمل المقايضة والصرف والسلم والبيع [٢] ، وأمَّا البيع بمعناه الخاص فيعرف بأنه : معاوضة عينٌ بدَين تمليكًا وتملكًا على التأبيد [٣] ، ويسمى هذا البيع بالبيع المطلق ، بمعنى أنه : إذا ما أطلق لفظ البيع انصرف معناه إلى هذا المعنى الخاص ، وقد عرفته المادة ( ١٨ ) من مشروع تقنين الشريعة الإسلامية على مذهب الإمام مالك [٤] : بأنه عقد تملك ذات معينة غير نقد في نظير عوض بما يدل عرفًا على رضا المتعاقدين .

ويستفاد مما تقدم أن البيع في الفقه الإسلامي تمليك وتملك ؛ فالبائع يُملِّك المبيع للمشتري ويَمْتلك الثمن ، ويُمَلِّك المشتري الثمن للبائع ويَمْتلك المبيع ويتم ذلك بحكم الشرع وعلى سبيل التأبيد .

**ثالثًا : مشروعية البيع :**

البيع جائز شرعًا بنص القرآن والسنة والإجماع ، أمَّا القرآن فلقوله تعالى : ﴿ وَأَحَلَّ ٱللَّهُ ٱلْبَيْعَ ﴾ [البقرة: ٢٧٥] ، وقوله تعالى : ﴿ وَأَشْهِدُوٓاْ إِذَا تَبَايَعْتُمْ ﴾ [البقرة: ٢٨٢] ، وأمَّا السنة فلقوله ﷺ : « **البيعان بالخيار ما لم يتفرقا** » [٥] ، وقوله ﷺ : « **رَحِمَ اللَّه رجلًا سمحًا إذا باع وإذا اشترى وإذا قضى وإذا اقتضى** » [٦] . وأمَّا الإجماع فقد أجمع المسلمون أن من باع معلومًا من السلع حاضرًا بمعلوم من الثمن ، وقد أحاط البائع

---

(١) بدائع الصنائع للكساني ، ( ص ٢٣٣ ) ، مطبعة الجمالية .

(٢) د. عبد الناصر توفيق العطار ، أحكام العقود في الشريعة الإسلامية والقانون المدني ، ( ص ٥٦ ) .

(٣) ثمن المبيع في الفقه الإسلامي هو « دين » أي : شيء موصوف في الذمة ، سواء كان من النقود أو غير النقود ، المرجع السابق ( ص ٥٩ ) .

(٤) المرجع السابق ، ( ص ٥٧ ) والهامش .

(٥) رواه الشيخان بالاتفاق كما رواه ابن عمر ، حكيم بن حزام ، انظر : اللؤلؤ والمرجان ، باب الصدق في البيع والبيان .

(٦) رواه البخاري عن جابر ، انظر : البخاري بشرح السندي ، باب السهولة والسماحة في الشراء والبيع ، ( ٥/٧ ) .

والمشتري بالسلعة معرفة وهما جائزا الأمر ، أن البيع جائز [١] .

**صيغة العقد ومقدار اتصالها بآثاره :**

ليست كل العقود تترتب عليها آثارها في الحال ؛ فبعض العقود تترتب عليها أحكامها فور انعقادها ، وبعضها يتأخر ترتيب الأحكام عليه إلى زمن مستقبل يحدده العاقدان ، والبعض الآخر قد لا يترتب عليه أحكامه مطلقًا إذا ما كان العقد معلقًا على شرط غير محقق الحصول ؛ لذلك كانت صيغة العقد وطبيعته أيضًا هي الفيصل في ترتيب آثار العقود ؛ فالصيغة وحدها قد تكون كافية في ترتيب آثار العقود بمجرد الانتهاء منها ، وقد لا تكفي الصيغة وحدها في ترتيب أحكام العقد ، وذلك في العقود التي يتوقف تمامها على القبض [٢] ؛ لذلك كان من هذه العقود ما هو منجز ، ومنها ما هو مضاف إلى زمن مستقبل ، ومنها ما هو معلق على شرط من الشروط .

والأصل في عقود التنجيز إلا عقدي الوصية والإيصاء فإنهما مضافان دائمًا إلى ما بعد الموت ولو جاءت صيغتها منجزة ، وغيرهما من العقود يصح تنجيزها من غير استثناء .

**تعريف العقد المنجز :**

وقد ذهب الفقهاء إلى تعريف العقد المنجز بأنه ما صدر على وجه تترتب عليه آثاره في الحال بأن تكون صيغته غير معلقة على شرط بأداة من أدوات التعليق [٣] ، ولا الإضافة إلى زمن مستقبل ، سواء كانت مطلقة أو مقترنة بشرط [٤] .

---

(١) الإجماع لابن المنذر ، ( ص ٩٤ ) ، ط. دار الآفاق الجديدة ، بيروت . والبيع إمّا أن يقع على عين بعين أو ثمن بثمن أو ثمن بعين أو عين بثمن ، وتسمى الأول مقايضة والثاني صرفًا والثالث سلمًا والرابع « وهو المطلق عند الفقهاء » فليس له اسم خاص ، رد المحتار على الدر المختار ، ( ٢/١ ) ، كتاب البيوع .

(٢) العقود التي يتوقف تمامها على القبض كعقود الهبة والصدقة والعارية والوديعة والرهن والقرض والشركة والمضاربة ، الشيخ علي الخفيف ، مختصر أحكام المعاملات الشرعية ، ( ص ٧٥ ) .

(٣) أدوات التعليق : هي إن وأخواتها ، الشيخ علي الخفيف ، المرجع السابق .

(٤) تكون الصيغة مضافة إلى زمن مستقبل ومطلقة كأن يقول شخص لآخر : أجّرتك داري هذا شهرًا ابتداءً من الآن بكذا ، فيقول الآخر : قَبِلْتُ ، ومثال الاقتران بشرط أن يقول : أجرتك سيارتي هذه ابتداءً من الآن ثلاث ساعات بشرط أن تدفع لي الأجرة مقدمًا فيقول : قَبِلْتُ ، محاضرات في الفقه الإسلامي ، جامعة الأزهر ، للشيخ محمد خاطر وآخرين ( ص ٣٧ ) .

**حكم العقد المنجز :**

تترتب عليه آثاره بمجرد انعقاده ، وهو ما يعني أن ثمة التزام شرعي يترتب على إنشاء العقد ، وقد جعل الشارع العقد سببًا لثبوت هذه الآثار .

والأثر الشرعي الذي يترتب عليه عقد البيع هو انتقال ملكية المبيع إلى المشتري وانتقال ملكيته إلى البائع [١] ، وذلك أن هذه العقود إنما وضعت شرعًا لإفادة التمليك في الحال ، فإذا كانت الصيغة غير مؤدية لذلك كانت غير محققة لهذا المقتضى ، فلا تدل على العقد ولا ينعقد بها [٢] .

ومن هنا جاء تعريف الأحناف للعقد الصحيح بأنه ما كان سببًا صالحًا لترتيب حكمه وآثاره عليه ، ويكون كذلك متى صدر عن أهله وكان محله قابلًا له ولم يعرض له أمر أو وصف يجعله منهيًا عنه شرعًا ، فإن كان العقد بيعًا لزم لصدوره صحيحًا أن يباشره شخصان مميزان بإيجاب وقبول متوافقين دالين على إنشائه في محل قابل لحكمه ، وهو المال المتقوم ، ولم يقترن به توقيت ولا جهالة في البيع ولا عدم تقوم في الثمن ، ولم تلابسه جهالة فاحشة ولم يصاحبه ما يوجب غررًا ، أو يفضي إلى نزاع أو يؤدي إلى فقد شرط من شروط صحته ، ولا غير ذلك مما جعله الشارع سببًا للنهي عنه [٣] .

ولما كان المعقود عليه هو لب العقد ومقصوده وغايته ، فضلًا عن كونه الركن الثاني من أركان العقد بعد الإيجاب والقبول فإنه من الأهمية بمكان أن نفصل في هذا الموضع ما جاء مجملًا في التعريف المتقدم بخصوصه ، ومنه ننتقل إلى بيان مدى مشروعية التعامل على تلك الأصول والتي تكون محل التعامل لمختلف العقود في أسواق الأوراق المالية .

لخص الفقيه المالكي ابن رشد « الحفيد » ما اشترطه الفقهاء في المعقود عليه في شرطين اثنين وهما سلامة المعقود عليه من الغرر والربا ، قال : وينتفي الغرر عن الشيء

---

(١) الشيخ علي الخفيف ، مختصر أحكام المعاملات الشرعية ، ( ص ٥٥ ) مطبعة السنة المحمدية ، وأحكام العقود في الشريعة الإسلامية والقانون ، د. عبد الناصر العطار ، ( ص ٥٩ ) .

(٢) الشيخ محمد أبو زهرة ، الملكية ونظرية العقد في الشريعة الإسلامية ، ( ص ٢٦١ ) ، دار الفكر العربي .

(٣) الشيخ علي الخفيف ، المرجع السابق ، ( ص ١١٢ ، ١١٣ ) ، الأموال ونظرية العقد للشيخ محمد يوسف موسى ، ( ص ٤٤٠ ) ، ط . دار الفكر العربي ، الشيخ محمد خاطر وآخرين في محاضرات في الفقه الإسلامي ، ( ١٩٧٠م ) ، ( ص ٤٠ ) .

بأن يكون معلوم الوجود ، معلوم الصفة ، معلوم القدر ، مقدورًا على تسليمه ، وذلك في الطرفين الثمن والمثمون (١) .

وتناول صاحب أقرب المسالك لمذهب الإمام مالك في شرحه الصغير شروط المعقود عليه بقوله (٢) :

- طهارة : فلا يصح بيع نجس ، ولا متنجس لا يمكن تطهيره .

- وانتفاع به شرعًا : فلا يصح بيع آلة اللهو .

- وعدم نهي عن بيعه : ذكر نهي رسول الله ﷺ عن ثمن الكلب ومهر البغي .

- وقدرة على تسليمه : فلا بيع طير في الهواء ولا وحش في الفلاة .

- وعدم جهل به : فلا يصح بيع مجهول الذات ولا القدر ولا الصفة .

على أنه يمكننا حصر الشروط التي عليها أكثر الفقهاء فيما يكون محلًّا لعقد في الآتي :

١ - وجوده عند العقد : فلا ينعقد بيع المعدوم وماله خطر العدم .

٢ - قابليته لحكم العقد شرعًا : فلا ينعقد البيع مالًا متقومًا مملوكًا ، فغير المال ، والمال غير المتقوم والمال المتقوم غير المملوك كل ذلك تأبى طبيعته التعاقد عليه وكل عقد يرد عليه يكون باطلًا (٣) .

٣ - أن يكون المبيع مملوكًا للبائع وقت البيع ، فإن لم يكن مملوكًا للبائع وقت البيع لا ينعقد البيع وإن ملكه بعد ذلك بوجه من الوجوه (٤) .

٤ - أن يكون محل العقد متعينًا ومعلومًا علمًا نافيًا للجهالة للطرفين ، خاليًا من كل غرر ، يؤدي إلى تنازع أو يفضي إلى خلاف بين المتعاقدين ، وأن يكون كذلك خاليًا من الربا .

٥ - أن يكون مقدورًا على تسليمه .

وقبل أن نشرع في تطبيق الأصول والشروط المتقدمة على البيوع الناجزة في أسواق الأوراق المالية نتناول في إيجاز شديد ماهية هذه البيوع وماهية المعقود عليه والآثار المترتبة

(١) ابن رشد الحفيد ، بداية المجتهد ونهاية المقتصد ، ( ٢/٢١٨ ) .
(٢) الشرح الصغير على أقرب المسالك لمذهب الإمام مالك للشيخ العلامة أحمد الدردير ، ( ٤/٢٤ ) .
(٣) د. السنهوري ، مصار الحق في الفقه الإسلامي ، العقد ( ٢/٩٣ ) ، دار النهضة .
(٤) الشيخ محمد خاطر وآخرين ، محاضرات في الفقه الإسلامي لطلبة الأزهر الشريف .

على انعقاد العقد .

**البيوع العاجلة في أسواق الأوراق المالية على أوراق الشركات :**

تطلق البيوع العاجلة على الصفقات التي يجري تنفيذها في قاعات التداول بأسواق الأوراق المالية على أصول مالية تمثل حقوقًا لأصحاب المشروع على أصوله المادية ، وتتحدد أسعارها من خلال آليات السوق وهما العرض والطلب عند أعلى سعر يعرضه المشترون وأدنى سعر يقبله أو يطلبه البائعون .

ويجري التقابض فور انتهاء التعاقد بتسليم المبيع واستلام الثمن ، ويطلق على هذه العمليات : البيوع العاجلة أو الناجزة أو النقدية [١] .

**تطبيق الأصول والشروط :**

من حيث الركن الأول من أركان العقد وهو الإيجاب والقبول .

عرف فقهاء المسلمين الإيجاب بأنه ما صدر ابتداءً من أحد العاقدين ، والقبول ما صدر ثانيًا .

ويستفاد من ذلك أن الإيحاب قد يصدر من البائع كما قد يصدر من المشتري ، فإذا صدر الإيجاب من البائع كان القبول من جانب المشتري ، وإذا صدر الإيجاب من جانب المشتري كان القبول من جانب البائع .

وفي أسواق الأوراق المالية يجري عقد الصفقات عند أعلى سعر يعرضه المشترون وأدنى سعر يقبله البائعون أو العكس من ذلك عند أدنى سعر يعرضه البائعون وأعلى سعر يقبله المشترون .

فإذا قيل أن البيع في هذه الأسواق إنما هو من بيوع المزاد ، وقد ذهب إلى ذلك كثير من الكتاب وأشهر الموسوعات وهي الموسوعة البريطانية ، ونصت على ذلك صراحة بعض اللوائح المنظمة لأعمال البورصات [٢] ، قلنا قد سبق لنا رد هذه الشبهة في موضع سابق ، وأثبتنا عدم صحة هذا التكييف أو ذاك التخريج للأسلوب الذي يتم به تحديد

---

( ١ ) Spot markets provide investor with opportunities for the purchases and sale of assests for immediate delivery and immediate payment kenuth Garbade, Securities Markets ch, 15, p. 304.

( ٢ ) تقضي المادة الثانية من القرار رقم ( ١ ) لسنة ( ٨٤ ) في شأن قواعد ونظام تداول الأسهم بسوق الكويت للأوراق المالية بأن يتم تداول الأوراق المالية داخل قاعة السوق عن طريق المزايدة المكتوبة .

الأسعار لما شابه من قصور يدركه علماء الأصول ، والذين يرون أن الحكم على الشيء فرع من تصوره ، وشتان بين بيوع المزاد وهذه البيوع ، ومع هذا فإننا نتناول في هذا الموضوع حكم بيع المزايدة لا لانطباقه على هذه البيوع ، ولكن لكون بيع المزايدة أحد شقي التعامل في هذه الأسواق وصارت البيوع شبيهة ببيع المزاد الأمر أدى إلى اختلاط الأمر على المتخصصين .

## حكم بيع المزايدة :

بوَّب له البخاري بعنوان بيع المزايدة ، وذكر عن عطاء : « أدركت الناس لا يرون بأسًا في بيع المغانم فيمن يزيد »[(١)] ، وعن أنس ﷺ قال : باع النبي ﷺ حلسًا وقدحًا ، قال : « **من يشتري هذا الحلس والقدح ؟** » فقال رجل : أخذتهما بدرهم ، فقال النبي ﷺ : « **من يزيد ؟** » فأعطاه رجل درهمين فباعهما منه[(٢)] .

وذكر ابن رشد الحفيد أن الجمهور أجمع على جواز بيع المزايدة[(٣)] ، وذكر الشوكاني حديث أنس وما حكاه البخاري عن عطاء ، ونقل كذلك عن ابن حزم أن البيوع في السلعة التي تباع فيمن يزيد لا يحرم اتفاقًا ، كما حكاه في الفتح ابن عبد البر[(٤)] .

وذكر الإمام النووي في شرحه على صحيح مسلم في باب تحريم بيع الرجل على بيع أخيه وسومه على سوم أخيه : أن السوم في السلعة التي تباع فيمن يزيد فليس بحرام[(٥)] ، وأكَّد صحة هذه البيوع صاحب المعاملات التجارية في ميزان الشريعة الإسلامية[(٦)] .

---

(١) البخاري بشرح السندي ( ١٧/٢ ) عيسى الحلبي .

(٢) التاج الجامع للأصول في أحاديث الرسول ﷺ ( ٢١١/٢ ) ، للشيخ منصور علي ناصف ، وأيضًا رواه ابن قدامة قال : فروى أنس أن رجلًا من الأنصار شكى إلى النبي ﷺ الشدة والجهد ، فقال له : « بقي لك شيء ؟ » قال : بلى ، قدح وحلس ، بكسر الحاء ، قال : « فأتني بهما » فأتاه بهما ، فقال : « من يبتاعهما » ، قال رجل : أخذتهما بدرهم ، فقال النبي ﷺ : « من يزيد على درهم ؟ » فأعطاه رجل درهمين فباعهما منه ، رواه الترمذي ، وقال : حديث حسن ، وهذا أيضًا إجماع المسلمين يبيعون في أسواقهم بالمزايدة ، المغني ( ١٦١/٤ ) .

(٣) ابن رشد ، بداية المجتهد ونهاية المقتصد ، ( ٢١٠/٢ ) ، دار الكتب الحديثة .

(٤) الإمام الشوكاني ، نيل الأوطار ، باب النهي عن بيع الرجل على بيع أخيه وسومه في المزايدة ، ( ١٦٧/٥ ، ١٦٩ ) ، مكتبة الدعوة الإسلامية .

(٥) صحيح مسلم بشرح النووي ، ( ١٥٨/١٠ ) ، المطبعة المصرية ومكتبتها .

(٦) د. يوسف قاسم ، التعامل التجاري في ميزان الشريعة الإسلامية ، ( ص ٥٠ ) ، دار النهضة العربية ،=

**مدى تحقق الشروط في المعقود عليه :**

فإذا انتقلنا إلى الشروط الواجب توافرها في المعقود عليه وقمنا بتطبيقها على الأصول المالية محل التعاقد في أسواق الأوراق المالية التي تتعامل في أصول حاضرة فيما اصطلح عليه بالبيوع النقدية أو العاجلة استبان لنا الآتي :

- المعقود عليه في هذه الأسواق ليس من قبيل المعدوم ولا ماله خطر العدم ؛ حيث يجري التعامل في هذه الأسواق على أصول مالية حاضرة ، وتترتب آثار العقد فور انعقاده بتسليم وتسلم الثمن والمثمون ، أي بتمليك المبيع للمشتري والثمن للبائع .

- من حيث اشتراط ملكية البائع للمبيع وقت العقد ؛ فقد جرى العمل في معظم البورصات على قيام الوسيط الموكل من قبل البائع بالتحقق من ملكية هذا الأخير للأوراق المالية التي يرغب في بيعها ؛ بل لقد ذهبت بعض اللوائح المنظمة لأعمال البورصات إلى ما هو أبعد من ذلك ، بتخويلها للوسطاء المعتمدين الحق في مطالبة البائع بتسليمه الأوراق المالية التي يرغب في بيعها قبل الشروع في عرضها للبيع أو إتمام التعاقد [(١)] .

- من حيث اشتراط القدرة على التسليم فإن تحقق الشرطين المتقدمين وعلى الوجه سالف الذكر مؤداهما إفادة القدرة على تسليمه ، فإذا قيل أن وجود الشيء لا يفيد القدرة على تسليمه ، قلنا إنما يتحقق ذلك في البياعات التي افترضها الفقهاء كبيع العبد الآبق والبعير الشارد ، والعين المغصوبة التي يعجز صاحبها عن استردادها من مغتصبها ، وهو ما لا يتحقق في الأصول المالية التي يجري التعامل عليها في أسواق الأوراق المالية ،

= ( ط ١٩٨٠م ) .

(١) تنص المادة ( ٤٨ ) من النظام الداخلي لسوق عمان المالي رقم ( ٢٦ ) لسنة ( ٨٠ ) في الفقرة الرابعة أنه على الوسيط عدم القيام بالتعامل بالأوراق المالية إلا بعد التأكد من حيازة شهادة ملكية لأسهم من قِبَل مالكها أو من ينوب عنه قانونًا أو إحضار وثيقة من الشركة مصدرة الأسهم بعدد الأسهم ، وأن الشهادة بحوزتها وليست محجوزة أو مرهونة أو مفقودة ولم يعط شهادة جديدة بدلًا منها ، وتنص المادة التاسعة من قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم ( ١ ) لسنة ( ٨٤ ) في شأن قواعد نظم تداول الأسهم بالسوق على الآتي : يجب على الوسيط قبل أن يسجل أمر البيع الصادر من عميله أن يتأكد من ملكيته للأوراق المالية التي كلفه بيعها ، وتقضي المادة ( ٦٩ ) من القانون رقم ( ١٦١ ) لسنة ( ١٩٥٧م ) باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية في مصر بأنه يجب على الوسيط التحقق من رصيد الأوراق أو ثمنها لدى العميل صاحب الشأن قبل إجراء التعاقد .

والتي هي من جنس المنقولات التي يتسلمها وسيط البائع ، ويلتزم بتسليمها لوسيط المشتري بعد إتمام التعاقد .

– من حيث قابلية المعقود عليه لحكم العقد شرعًا ؛ فقد تقدم القول بعدم انعقاد البيع ما لم يكن المبيع مالًا متقومًا مملوكًا ، وأن غير المال ، والمال غير المتقوم والمال غير المملوك كل ذلك تأبى طبيعته التعامل عليه ، ومن حيث كون المعقود عليه في هذه الأسواق مالًا فهذا أمر لا نزاع فيه ؛ فالمال في اللغة كل ما ملكته من جميع الأشياء (١) ، ومن حيث كونه مالًا متقومًا مملوكًا فلا نجد بمعايير الفقهاء ما يقدح في سلامة المعقود عليه من هذا الوجه (٢) ؟

ومن ثم تعين القول بقابليته لحكم العقد شرعًا ، ويعزز ما انتهينا إليه فتوى الشيخ حسن مأمون والتي قال فيها : أسهم الشركات التي يشتريها الناس وتكون قيمتها مجتمعة هي رأس مال الشركة موزعًا على جميع المساهمين فيها ، تعتبر عروض تجارة وتجب فيها الزكاة (٣) .

وكذا الفتوى الصادرة من مفتي الديار المصرية والتي قال فيها : اعتبار السهم عروض

---

(١) وقال ابن الأثير : إن المال في الأصل ما يملك من الذهب والفضة ، ثم أطلق على كل ما يقتنى ويملك من الأعيان ، لسان العرب لابن منظور – والمال في اصطلاح الفقهاء قريبًا منه في اللغة فقد عرفه بعضهم : بأنه ما يميل إليه الطبع ويمكن ادخاره لوقت الحاجة ، وعرفه بعضهم بأنه ما يجري منه البذل والمنع ، أبو زهرة ، المرجع السابق .

(٢) عرف الفقهاء المال المتقوم بأنه ما حيز وجاز الانتفاع به شرعًا في حال السعة والاختيار ، وهي الحال التي لا يكون الإنسان فيها مضطرًا إلى الانتفاع به وغير المتقوم هو ما لا يتوافر فيه أحد الأمرين ؛ فالميتة والدم والخمر والخنزير مال غير المتقوم ، ولا يصح أن يكون أحدهما محل تعاقد بين مسلمين أو بين طرفين أحدهما مسلم ؛ لأن ذلك جميعه ليس بمال عند المسلمين والطبل والمزمار كذلك ؛ لأن هذه الآلات ليست مالًا ؛ لأنها موضوعة للهو والفساد ، والمال المتقوم هو ما يصلح أن يكون محلًا لمعاوضة مالية ، بينما الأموال المباحة لا يصح بيعها ولا هبتها ولا الوصية بها لعدم تقويمها ، ومثل ذلك السمك في الماء ، والطير في الهواء ، والذهب في المناجم ، كما لا يجوز بيع المساجد ؛ لأنها ليست مملوكة لأحد من العالمين ، وقد سمي المال الذي يجوز الانتفاع به شرعًا مالًا متقومًا ؛ لأن الشارع اعترف بقيمته الذاتية وأباح الانتفاع به بكل طرائق الانتفاع ، وهو مصون ، ومن تعدى عليه غرم وألزم بقيمته أو ماله ، ويقابل المال غير المتقوم في القانون الوضعي المواد التي يحرم تناولها ؛ فهي بمثابة مال غير متقوم ويعد إحرازها جريمة ومن أتلفها فلا عقوبة عليه ، الشيخ علي الخفيف ، محمد أبو زهرة ، مرجعين سابقين .

(٣) الفتاوى الإسلامية في القضايا الاقتصادية ، إبريل ( ٩٠ ) .

تجارة دون نظر إلى نوعية الشركة ونشاطها ؛ لأن الأسهم والسندات أموال اتخذت للاتجار بها ولها أسواقها « البورصات » ومن يتجر فيها بالبيع والشراء قد يكسب منها أو يخسر فيها ، وهذا ما أميل إلى الأخذ به (١) .

– ومن حيث كون المعقود عليه خاليًا من كل غرر يؤدي إلى تنازع أو يفضي إلى خلاف بين المتعاقدين ؛ قدمنا في الفصل الأول أن بورصة الأوراق المالية ما هي إلا سوق كسائر الأسواق تلتقي فيها قوى العرض والطلب وتتحدد من خلال تفاعلهما الأثمان ، ووجه الخلاف بين هذه السوق وغيرها من الأسواق هو أنه بينما يجري التعامل في مختلف الأسواق على الثروة أي على أصول مادية أو حقيقية فإن التعامل يجري في أسواق الأوراق المالية على أصول مالية أو غير مادية تمثل حقوقًا على هذه الثروة ، ولأن حقوق أصحاب المشروع يتعذر تصفيتها لحساب أحد الشركاء في شركات المساهمة ظهرت الحاجة إلى هذه الأسواق ؛ حيث تباع الحقوق وتشترى دون مساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع .

ولما كانت البيوع على الوجه المتقدم أشبه ببيع الغائب ، والغائب هنا هو حصة الشريك في رأس مال الشركة وأرباحها المحتجزة من سنوات سابقة ، وبمعنى آخر هي حصة الشريك في كافة أصول الشركة وممتلكاتها ، والتي يجري تقويمها من جانب السوق ؛ حيث تعبر مجموع القيم السوقية لأسهم الشركاء عن قيمة الشركة من وجهة نظر المجتمع في لحظة معينة .

وفي معنى الغائبة يقول صاحب كفاية الأخيار الشافعي أنها : « الحاضرة التي لم تر » ، ثم بين حكم بيع الغائب بقوله : « إن كان على عين غائبة لم يرها المشتري ولا البائع أو لم يرها أحد العاقدين ؛ ففي صحة بيع ذلك قولان ، أحدهما وينص عليه في القديم والجديد أنه لا يصح ، و به قال الأئمة الثلاثة وطائفة من أئمتنا وأفتوا به ؛ منهم البغوي والروياني ، قال النووي في شرح المهذب : وهذا القول قاله جمهور العلماء من الصحابة والتابعين ، ونقله الماوردي عن جمهور أصحابنا ، ونص عليه الشافعي في ستة مواضع والجديد الأظهر ونص عليه الشافعي أنه لا يصح ؛ لأنه غرر ، وقد نهى رسول الله ﷺ عن بيع الغرر » (٢) .

---

(١) المرجع السابق ، ( ص ٧٨ ) ، المفتي الشيخ جاد الحق .

(٢) كفاية الأخيار في حل غاية الاختصار ، ( ١/٢٤٠ ) ، عيسى البابي الحلبي .

وقد نقل إلينا صاحب الفقه على المذاهب الأربعة وجه الاتفاق والاختلاف بين فقهاء المذاهب الأربعة في مسألة بيع الغائب [(١)] :

١ - الشافعية : قالوا لا يصح بيع الغائب ، سواء كان المبيع غائبًا عن مجلس العقد رأسًا أو موجودًا به ولكنه مستتر لم يظهر لهما ، ولا فرق في ذلك بأن يوصف بصفة تبين جنسه كأن يقول : بعتك إردبًّا من القمح الهندي أو القمح البلدي أو لا ، وكأن يقول : بعتك إردبًّا من القمح ولم يذكر أنه هندي أو بلدي ، فإنه ما دام غائبًا عن رؤيتها فإن بيعه لا يصح على أي حال ، وهذا القول هو الأظهر عندهم ، وهناك قول آخر خلاف الأظهر وهو أنه يصح بيع الغائب إن علم جنسه بوصف يبينه ، والقول الثاني ، موافق لما ذهب إليه الأئمة الثلاثة من صحة بيع الغائب المعلوم جنسه بالوصف على أن يكون للمشتري الخيار في ردّه عند رؤيته .

٢ - الحنفية : قالوا : لا يصح بيع الغائب الذي لم يره العاقدان سواء كان موجودًا بمجلس العقد أو لا ، وإنما يصح بشرطين:

الأول : أن يكون المبيع مملوكًا للبائع .

الثاني : أن يبينه بما يرفع الجهالة الفاحشة عنه .

٣ - المالكية : لا يصح البيع بدون رؤية إلا إذا تحقق واحد من أمرين :

أحدهما : وصف السلعة بما يعين نوعها أو جنسها .

ثانيهما : أن يشترط الخيار برؤية المبيع [(٢)] .

٤ - الحنابلة قالوا : يصح بيع الغائب بشرطين :

الأول : أن يكون المبيع من الأشياء التي يصح فيها السلم ، وهي الأشياء التي يمكن تعيينها بالوصف كالمكيلات والموزونات .

الثاني : أن يصفه بالصفات التي تضبطه وهي الأوصاف التي يترتب على ذكرها

---

(١) عبد الرحمن الجزيري ، الفقه على المذاهب الأربعة ، ( ٢١٤/٤ - ٢٢٣ ) ، دار الإرشاد للتأليف والطبع والنشر .

(٢) لا يقصد بالرؤية بيان جنس المبيع ، فتعيين جنس المبيع أمر طبيعي ؛ إذ لا يصح بيع ما لم يعلم جنسه أصلًا إنما المراد بالرؤية العلم بذات المبيع وأوصافه الأساسية ؛ لأن من الأوصاف ما لا يتحقق الرضا إلا بها ، وعليها يتوقف العلم بملاءمة المبيع للغرض المطلوب له ، أنور سلطان ، العقود المسماة ( ١٩٥١م ) .

وعدمه اختلاف في الثمن غالبًا .

أما فقيه الأندلس أبو محمد بن حزم فيرى جواز بيع الغائب وجواز النقد ولزوم البيع إذا وجد على الصفة التي وقع البيع عليها بلا خيار [١] .

وقد بلور ابن رشد في براعة سبب الخلاف بين الفقهاء من خلال تساؤله هل نقصان العلم المتعلق بالصفة عن العلم المتعلق بالحس هو جهل مؤثر في بيع الشيء فيكون من الغرر الكثير ؟ أم ليس بمؤثر وأنه من الغرر اليسير المعفو عنه ؟ ثم أجاب عن ذلك ملخصًا آراء الفقهاء ؛ فالشافعي رآه من الغرر الكثير ، ومالك رآه من الغرر اليسير ، وأمَّا أبو حنيفة فإنه رأى أنه إذا كان له خيار الرؤية أنه لا غرر هنا .

ومن حيث إن خيار الرؤية لا يلائم طبيعة البياعات التي تتم في أسواق الأوراق المالية ، تعين أن يكون المعقود عليه موصوفًا وصفًا دقيقًا منضبطًا من شأنه رفع الجهالة المحيطة بالشيء المبيع ودرء الخطر الناتج عن الغرر .

ومن حيث إن المعلومات المنشورة عن المراكز المالية للشركات وكذا القوائم والتقارير المالية المرافقة لها لا تفصح بالقدر الكافي عنها ؛ بل يكتنفها ويظهر في معالجتها نواحي القصور ، وتكاد تلقي بأستار كثيفة على ما في الشركة وإدارتها من مثالب وعيوب ، وإذا كان من المتصور أن هذه البيانات مؤداها الكشف عن حقيقة المراكز المالية للشركات ونتائج أعمالها وأصولها وممتلكاتها وأرباحها واحتياطياتها وقروضها والتزاماتها وإيراداتها ومصروفاتها ؛ فحقيقة الأمر أن هذه البيانات الموجزة المقتضبة في حاجة إلى ما يزيل إبهامها ويرفع الجهالة عنها .

وعلى الرغم من ذلك فإن حجم وقيمة البيانات والمعلومات المنشورة تختلف من سوق لآخر باختلاف تشريعات مختلف البلدان ، والحدود الدنيا من البيانات التي تلتزم هذه الشركات بمقتضى هذه التشريعات بنشرها ؛ بل إن مراقبي الحسابات الذين يجري تعيينهم وعزلهم بمعرفة الجمعيات العامة للمساهمين ويجري تفويضهم في مراقبة حسابات الشركة وجرد أصولها وتقويمها والكشف عن أية مخالفات مالية ، تكاد تخلو تقاريرها من أية بيانات تفصيلية عدا تلك العبارات التقليدية التي تنص عليها القوانين حسب أصول المراجعة المرعية ، فلا هي تفصل مجملًا ولا توضح مبهمًا ولا تعالج

(١) المحلى ، لابن حزم ، ( ٣٣٧/٢ ) ، دار التراث .

نواحي القصور في التقارير المالية المنشورة .

وفي ضوء هذه الحقائق فإننا نقرر مطمئنين أن محل التعاقد في أسواق الأوراق المالية على اختلاف درجات كفاءتها يشوبه الغرر، والبيانات المنشورة لا ترفع عنه الغرر ، ولا تدرأ عنه الخطر ، وليس بوسع أحد أن يزعم تطابق العلم بالصفة مع العلم بالحس في هذه البيوع ، والغرر فيها بين الفاحش واليسير والفاحش فيها غير قليل ، إلا أنه يمكن وضع الضوابط والمعايير التي من شأنها رفع هذه الجهالة من منظور إسلامي .

والمعاملات النقدية أو العاجلة على الأسهم العادية لشركات المساهمة تخلو تمامًا من شبهة الربا ، أمّا ما عدا ذلك من الأدوات المالية والتي لم نجز في المباحث المتقدمة التعامل عليها بيعًا ولا شراءً كالسندات ذات العائد الثابت ، والسندات ذات العائد المتغير غير المرتبط بنتيجة النشاط والأسهم الممتازة فالربا محقق فيها جميعًا ، وأمّا حصص التأسيس فقد انتهينا أيضًا إلى عدم جواز التعامل عليها لما تنطوي عليه من أكل أموال المساهمين بالباطل في حين أن أصحابها ليسوا مساهمين وليسوا دائنين .

**صور أخرى من البيوع :**

بقي أن نشير إلى أن البيوع التي تناولناها في هذا المبحث ليست هي كل البيوع التي تتم في السوق العاجلة ؛ بل إن هناك صورًا أخرى من البيوع يجري التعامل بها في أسواق البيوع العاجلة ( spot markets ) والتعامل عليها أكثر شيوعًا في أسواق الدول الرأسمالية الغربية وهذه البيوع ضربين :

أحدهما : البيع على المكشوف ( Short sale ) .

وثانيهما : الشراء الهامشي ( Trading on margin ) .

وهاتان الصورتان هما أعلى صور المضاربة بمفهومها الغربي وإن شئت فقل المقامرة .

وتقوم هذه البيوع بقيام المضاربين الذين احترفوا التعامل في هذه الأسواق ببيع ما لا يملكونه من أصول مع التزامهم بالتسليم الفوري أو شراء أصول بما لا يمتلكونه أو يقدمونه من أثمان مع التزامهم بالسداد الفوري [١] .

(١) وقد آثرنا أن نتناول هذه البيوع استقلالاً عن البيوع السابقة رغم أنها تتم في سوق واحدة نظرًا لاختلاف طبيعتها وأساليبها ؛ الأمر الذي حدا بالبعض إلى إغفالها عند تناوله للبيوع العاجلة وإصداره للأحكام الشرعية دون معالجة هذه البيوع ، ومن ذلك الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية ، رأي التشريع الإسلامي في =

ولذلك ذهب أحد الآراء إلى اعتبار هاتين الصورتين من البيوع شيئًا واحدًا ، وأنها من قبيل التجارة بالحد [١] .

ولعله من الأمور المثيرة للدهشة حقًّا أن يجري التعامل في أسواق البيوع الفورية أو العاجلة على مثل هذه البيوع ولكن الدهشة لا تلبث أن تزول بعد كشف النقاب عن أساليب تنفيذها .

**أولًا : الشراء الهامشي** ( Trading Of Margin ) :

نكون بصدد البيوع التي يطلق عليها الشراء الهامشي عندما يقوم المضارب ( المشتري ) باقتراض المال الذي يبذله في الشراء من شركة الوساطة المالية على أمل أن يصعد السعر ؛ فيقوم ببيع الأوراق التي اشتراها محققًا هامشًا من الربح ، ويُرد المبلغ المقترض إلى الوسيط مع الفائدة المستحقة على القرض وقيمة العمولة ، ولا يقوم المضارب عند التعاقد سوى بدفع نسبة من المبلغ المستثمر تبلغ في الولايات المتحدة ( ٢٥٪ ) فقط من جملة المال المستثمر .

Trading On Margin Is pased On porrowing Moneu From brokerage Houses at AFixed and pre- determind rate Of Interest .

أما عن كيفية تنفيذ هذه المعاملات فتتم عندما يتجه المضارب إلى إحدى شركات الوساطة ويطلب منه – على سبيل المثال – شراء مائة سهم IBM فيبادره الوسيط بالقول : ولماذا مائة ؟ إنها فرصة العمر ، فلتشتري خمسمائة أو ألف ، ويحاول إغرائه بشتى الطرق ، فيخبره المضارب أنه لا يمتلك سوى قيمة مائة سهم ؛ فيبادره الوسيط أنا أقرضك المال الذي تشتري به .

فإذا أتت الريح بغير ما تشتهي السفن ، وانخفضت أسعار هذه الأسهم ؛ حينئذ يطلب الوسيط من العميل أن يدفع له مبلغًا من المال بقيمة الانخفاض في السعر ؛ بحيث يحتفظ دائمًا بنسبة ( ٢٥٪ ) من رأس المال المستثمر لديه وهو ما يسمى بالهامش ، فإذا لم يتمكن من السداد قام الوسيط ببيع جزء من أسهمه ؛ فتتراجع الأسعار مرة أخرى ،

---

= مسائل البورصة ( ٣٩/٥ ) ، أحمد محيي الدين ، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية ، رسالة ماجستير ، ( ص ١٨٥ ) .

( ١ ) A short transaction is also a margin trade. it differs from the margin purshases in that short seller owes stock than money, Robert Wessel op. cit 220.

وتستمر هذه العمليات في تسلسلها إلى أن تصل إلى حدّ الانهيار .

ومن المعلوم أن الشراء الهامشي كان عاملًا حاسمًا في جميع الأزمات التي تعرضت لها الأسواق العالمية .

Many Economists believe that Excessive Margin Trading was one of the factors that caused securities prices to rise as high as they did in the late ( 1920 ) and then decline to the depths which they did in the early ( 1930 ) s. IT would seem that excessive speculation was bad For The country as a Whole. ( Charles Amos Dice, Stock Market, P. 163 ) .

وتختلف نسبة الهامش ( the margin ) باختلاف القواعد واللوائح والنظم الحاكمة للتعامل في مختلف البورصات (١) ، ويعبر عادة عن الحد بأنه :

$$\frac{\text{نسبة المال المملوك للمستثمر}}{\text{مجموع المال المستثمر}}$$

فلو قام العميل بشراء أوراق قيمتها ( ٥٠٠٠ ) دولار دفع منها ( ٢٠٠٠ ) دولار نقدًا ، واقترض ( ٣٠٠٠ ) دولار من الوسيط ، ثم قام بإيداع الأوراق المالية المشتراة كضمان لدى الوسيط سوف نلاحظ أن مقدار الهامش هنا يتمثل في القيمة التي يزيد بها الضمان ، وهو ( ٥٠٠٠ ) دولار عن قيمة القرض ، وهو ( ٣٠٠٠ ) دولار ، أي ألفان ، ونسبته ( ٤٠٪ ) ، ومن هنا يمكن القول : إن قيمة الهامش تتماثل بالضرورة عند الشراء مع مبلغ النقود الذي أودعه العميل لدى الوسيط ، وهو ما عبر عنه أحد الكتاب بالآتي :

( The margin in any transaction is the amount by which the value of the collateral exceeds the sum owed to the borker, at the time a purchase is made, the margin is necessarily the same as the sum of money deposited by the client with the borker ) (٢) .

فإذا انخفضت قيمة الأسهم في السوق صارت ( ٤٠٠٠ ) دولار بدلًا من ( ٥٠٠٠ )

---

( ١ ) The New York Stock Exchange requires a minimum margin of 25 cent of the current market price, Charles Amos Dice, op. cit, p. 158.

( ٢ ) robert Wassel, op cit p. 21.

دولار ، وكانت قيمة القرض أصلًا ثلاثة آلاف ، انخفضت قيمة الحد إلى ( ١٠٠٠ ) دولار فقط ، وبالتالي تنخفض نسبة الحد إلى ( ٢٥٪ ) ، فإذا ما تحقق ذلك ولازم سوء الحظ هذا المضارب فإنه سوف يتلقى فورًا من وسيطه إخطارًا لرفع الهامش ( margin call ) .

فإذا لم يكن بوسع هذا المضارب أن يدفع أي مبلغ إضافي يطلب منه ، فسوف يقوم الوسيط في الحال ببيع الأوراق المالية المودعة لديه حتى يتمكن من استرداد قيمة القرض والفوائد المستحقة على عميله ويسدد له ما يتبقى [1] .

وتتميز هذه الأنواع من البيوع بارتفاع درجة المخاطرة وعوائدها في آنٍ واحد ، إلا أن عنصر المخاطرة لا يصيب المخاطر أو المضارب وحده ؛ بل يتعدى ذلك أحيانًا ليصيب الأسواق بالكساد والبلاد بأخطر الأزمات .

أمَّا من ناحية المخاطرة فحريٌّ بنا أن نسجل هنا أن هذا النوع من البيوع أحد أسباب أزمة الكساد الكبير سنة ( ١٩٢٩م ) وكذلك إحداث الانهيار الأخير الذي شهدته أسواق الأوراق المالية العالمية في أكتوبر ( ١٩٨٧م ) فيما وصف بأنه أكبر نكسة لها منذ أزمة الكساد الكبير عام ( ١٩٢٩م ) .

وتفسير ذلك : أنه ما إن تهبط الأسعار قليلًا من خلال تقلبها المعتاد أو على أثر إذاعة بعض المؤشرات الاقتصادية والتي يعتمد عليها بعض المستثمرين كأدوات تقريبية لتحديد الاتجاهات المستقبلية حتى يسارع الوسطاء إلى مطالبة عملائهم بسداد الفروق حفاظًا على نسبة الهوامش ( The margins ) فإن تقاعسوا عن السداد أو عجزوا عن الوفاء ، باع الوسطاء الأوراق المالية المودعة لديهم كضمان ، وحينما يبيع الوسطاء تتعرض الأسعار لمزيد من النزول وتتدفق أوامر البيع وتزداد حجم البيوع ، وربما أغرقت أوامر البيع السوق دون وجود المشترين القادرين على امتصاص هذه الأوامر وإيقاف هذا النزيف ، فإذا لم تتخذ إجراءات حاسمة من قِبل السلطات المالية والنقدية لكبح جماح عروض البيع والقضاء على حالة الذعر والهلع ليس بين المضاربين فحسب ؛ بل والمستثمرين أيضًا انهارت الأسواق واشتدت حدة الأزمات .

ولذلك لم يفت الكتاب المتخصصون في شؤون البورصات والتمويل والاستثمار أن يلفتوا الأنظار – إلى خطورة هذه البيوع ، وأنها كانت أحد أسباب أزمة الكساد الكبير

(١) Jack Clark Francais o. cit, p. 102.

عام ( ١٩٢٩م ) والتي تشبه إلى حدٍّ كبير أحداث الانهيار في أكتوبر عام ( ١٩٨٧م ) [1] .
هذا من ناحية المخاطرة ، أمَّا من ناحية عوائد المخاطرة والتي ينبغي دائمًا أن تتناسب مع حجم المخاطرة ، فحسب العميل الذي كان بوسعه أن يشتري أوراق مالية قيمتها خمسة آلاف دولار أمريكي أن يصبح بمقدوره في ظل هذا النظام أن يشتري أوراقًا مالية قيمتها عشرة آلاف دولار .

فإذا توجه العميل إلى أحد وسطاء الأوراق المالية وطلب إليه أن يستثمر له مبلغ خمسة آلاف دولار في أسهم إحدى الشركات الناجحة ، حينئذ يسأله الوسيط عمَّا إذا كان يرغب في استثمار أمواله استثمارًا خالصًا ( Pure investment ) أم خليطًا بين الاستثمار والمضاربة ( To have a speculative to it ) .

وسوف يقوم الوسيط بإبلاغ العميل أن بوسعه من الآن أن يشتري له أوراقًا مالية قيمتها ( ١٠٠٠٠ ) دولار وأنه لن يدفع سوى ( ٥٠٪ ) من قيمتها ، وأنه « أي الوسطاء » سوف يقوم بإقراضه النصف الآخر من قيمتها بمعدل الفائدة السائد ، وطبيعي أن يقع العميل أسيرًا لهذا العرض المغري من جانب الوسيط دون أن يفطن إلى إمكانية حدوث نزول في السعر يضاعف من حجم خسارته ؛ حيث تمكن الوسيط من السيطرة على تفكير العميل والذي استغرق تمامًا في احتمالات الربح وآمال المستقبل ، حينئذ يكون العميل نصف مستثمر ونصف مضارب .

( He is half investor, half speculator ) .

فإذا حقق كسبًا انفتحت شهيته للمزيد ، وقد يفكر في زيادة حجم المخاطر دون زيادة رأس ماله ، لتصبح ثروته بين ليلة وضحاها خمسون ألف دولار بدلًا من خمسة آلاف ، وإذا جاءت الريح بغير ما تشتهي السفن ، وانخفضت الأسعار فسوف ينهار ولكنه

---

( ١ ) (a) Many Economists believe that excessive margin trading that caused security prices was one of the factors to rise as high as they did in the late 1920, and then decline to the depths which they did in the early 1930s, it is estimated that 1500000 persons were trading on magin in 1929 it would seem that excusive speculation was bad for the coutry as a whole and that margin trading should be kept with limits, Charles Amos Dice, Stock Market op, cit, p. 1963.

(b) The irrational speculation based on margin trading was found in the new EAR market of the 1920 when margins averaged about 20 per cent ( Robert Wassel op cit. p 218 ) .

يستمر حتى يخرج صفر اليدين [١] .

**موقف الفقه الإسلامي من عمليات الشراء الهامشي :**

لما كان من الثابت من العرض المتقدم للكيفية التي تتم بها هذه البيوع أنها تقوم على أساس القرض المشروط بفائدة ثابتة محددة زمنًا ومقدارًا .

ولما كان عقد القرض في هذه البيوع قد اجتمعت فيها عناصر ربا الديون الثلاثة وهي :

١ - وجود دين مستقر في الذمة لطرف على آخر .

٢ - الأجل .

٣ - زيادة مشروطة في الدين مقابل الأجل .

لذلك فإن القول بحرمة هذا النوع من البيوع ليس محل منازعة أو خلاف كما تقدم القول والتفصيل في المباحث السابقة .

وفضلًا عما تقدم ، فإنه يؤدي إلى خلق قيم غير حقيقية ( Fabricated Values ) تضرب بالسوق والمتعاملين فيها والاقتصاد بوجه عام .

**ثانيًا : البيع على المكشوف** ( Short Sale ) :

عرفته الموسوعة الأمريكية بأنه الذي يحدث عندما يبيع شخص مالا يملكه .

A Short Sale Occurs When A Person Sells Shares That He Does not yet Own .

وعرفه ( Robert wessel ) بأنه عملية مضاربية تستهدف تمكين التجار ، ( المضاربين ) من التربح من خلال انخفاض أسعار الأسهم .

A Short Sale is a speculative transaction designed to enable Traders To Profit From declining Stock Prices .

وعرفة ( Fredrick Amling ) بقوله : البيع على المكشوف هو في جوهره بيع لأوراق مالية مقترضة على أمل أن ينخفض السعر ، فإذا انخفض السعر قام المضاربون بشراء الأوراق المالية التي باعوها .

وهو ما يعني أن كلًّا من الشراء الهامشي والبيع على المكشوف يقوم على القرض ؛

---

( ١ ) Fiancais w.hirst, The Stock Exchange, a short of investment and speculation London, 1945.

فبينما يقوم الشراء الهامشي على اقتراض المضارب للمال الذي يشتري به الأسهم ، فإن البائع على المكشوف يقترض أيضًا ، ولكن ليس مالاً وإنما الأوراق التي يرغب في بيعها ، وهو ما يعني أن المضارب يبيع أصلًا لا يملكه ثم يشتريه في تاريخ لاحق ؛ فالبيع يسبق الشراء بينما الأصل أن الإنسان يشتري ثم يبيع لا أن يبيع أصلًا لا يملكه ثم يشتريه ، وهذا يخالف الفطرة التي خلق الله الناس عليها .

والأمر الذي لا خلاف عليه بين المتعاملين والمشتغلين بأعمال البورصات أن البيع على المكشوف محفوف بالمخاطر ؛ فاحتمال ارتفاع السعر أمر وارد بينما البائع هنا مضارب على الهبوط ، الأمر الذي يضطر معه البائع إلى تغطية مركزه بخسارة كبيرة .

واحتمالات وقوع البائع على المكشوف تحت الابتزاز أمر لا خلاف عليه ، وهو ما أكده أيضًا ( Jack Clark Francis ) بقوله : « إن الشخص الذي يشتري من البائع على المكشوف قد يبتزُّه إذا ما ارتفعت الأسعار خلافًا لتوقعات البائع ، ويطالبه باستلام الأسهم . يعرض البائع على المكشوف على المشتري أن يشتري منه ما باعه إليه ( على الورق ) فيبتزه المشتري بفرض السعر الذي يحدده هو بإرادته المنفردة ، وإلا كان على البائع انتظار عقوبة السجن ، وهذا ما يسمى بـ :

(Cornering The Shorts Or Squeezing The Shorts ) .

وقد ذكر ( Chance ) في موسوعته عن المشتقات المالية أن أسواق الأوراق المالية تفرض العديد من القيود التي تستهدف الحد من البيع على المكشوف ما لم يكن متعلقًا بالمشتقات المالية .

( Securities markets impose several restrictions resigned to limit Or discourage short selling that is not applied to derivative transaction ) .

**موقف الفقه الإسلامي من البيع على المكشوف في الأسواق العاجلة التي لا يتأخر فيها تسليم الثمن ولا المثمن :**

على الرغم أن هذه البيوع يجري فيها التسليم والتسلم والتمليك والتملك إلا أن الشرع الإسلامي لا يقرها من عدة وجوه بعضها يتعلق بالوسيط الصادر إليه الأمر بالبيع والبعض الآخر يتعلق بالعميل الذي أصدر أمر البيع .

بالنسبة للوسيط : التصرفات التي باشرها الوسيط ينطبق عليها ما قرّره الفقهاء بالنسبة

لتصرفات الفضولي .

**الفضولي في اللغة** : والفضولي في اللغة هو اسم لكل شخص يتصرف في حق الغير بلا إذن شرعي منه [١] ، وفي المعجم الوسيط من لم يكن وليًا ولا وصيًا ولا أصيلًا ولا وكيلًا .

**الفضولي شرعًا** : هو من يتصرف تصرفًا شرعيًا ليست له ولاية عليه كمن يبيع ما لا يملك من غير ولاية أو وكالة وكمن يشتري لغيره ما لم يوكله في شرائه وليست له عليه ولاية الشراء وهكذا من العقود وسائر التصرفات التي يتصرفها الشخص من غير ولاية أو وكالة فيها فيعتبر فضوليًا في تصرفه [٢] .

**حكم تصرفات الفضولي شرعًا :**

الشافعية : قال الشافعي : تصرفات الفضولي لا تنعقد بل تصدر باطلة وجاء في المجموع في تصرفات الفضولي ما نصه أن مذهبنا المشهور بطلانه ولا يقف على الإجازة - قال - وبهذا قال أبو ثور وابن المنذر في أصح الروايتين عنهم قال ، وقال مالك : يقف البيع والشراء والنكاح على الإجازة فإن إجازة من عقد له صح وإلا بطل [٣] .

ووجهة نظر الشافعي أن عقد الفضولي باطل غير منعقد أصلًا لسببين :

**أولهما** : أن رسول الله ﷺ قال لحكيم بن حزام : « **لا تبع ما ليس عندك** » [٤] .

**ثانيهما** : أن أساس الانعقاد الولاية الشرعية على العقد ؛ فالولاية كالأهلية شرط لصلاحية العبارة لعقد العقود ولا ولاية إلا بأن يكون العاقد ذا شأن في العقد أو تكون له نيابة عن صاحب الشأن بولاية أو وكالة .

وقد ساق صاحب المجموع أحاديث أخرى غير حديث حكيم بن حزام تأييدًا لرأي الشافعي منها أنه ﷺ قال : « **لا طلاق إلا فيما تملك ولا عتق إلا فيما تملك ولا بيع إلا**

---

(١) الإمام محمد أبو زهرة ، الملكية ونظرية العقد في الشريعة الإسلامية ، ( ص ٣٥٥ ) ، دار الفكر العربي .

(٢) المرجع السابق .

(٣) الإمام محمد أبو زهرة ، الملكية ونظرية العقد في الشريعة الإسلامية ، ( ص ٣٥٥ - ٣٥٧ ) .

(٤) وأصل حديث حكيم بن حزام أنه قال : سألت رسول الله ﷺ فقلت : يأتيني الرجل يسألني من البيع ما ليس عندي أبتاع له من السوق ، ثم أبيعه منه ، قال : « لا تبع ما ليس عندك » .

**فيما تملك ولا وفاء نذر إلا فيما تملك »** [١] .

**الحنابلة** : يرى الحنابلة أن العقد لا ينعقد أصلًا ؛ بل هو باطل فلا تلاحقه إجازة صاحب الشأن وفي هذا جاء في كشف القناع أن ما باع ملك غيره بغير إذنه ولو بحضرته وسكت لم يصح البيع ولو إجازة المالك بعد لفوات شرطه [٢] .

**المالكية** : من شروط لزوم العقد عندهم أن يكون العاقد مالكًا أو وكيلًا عن مالك فلا يلزم بيع الفضولي [٣] ، وقد تقدم القول عن صاحب المجموع : قول مالك بوقف البيع والشراء على الإجازة اللاحقة كالإذن أو الوكالة السابقة [٤] .

**الظاهرية** : وعند ابن حزم أنه لا يحل لأحد أن يبيع مال غيره بغير إذن صاحب المال له في بيعه . فإن وقع فسخ أبدًا سواء كان صاحب المال حاضرًا يرى ذلك أو غائبًا .

ولا يكون سكوته رضًا بالبيع طالت المدة أم قصرت ولو بعد مائة عام قال .. وبرهان ذلك قوله تعالى : ﴿ وَلَا تَكْسِبُ كُلُّ نَفْسٍ إِلَّا عَلَيْهَا ﴾ [الأنعام : ١٦٤] ، وقول رسول الله ﷺ : **« إن دماءكم وأموالكم وأعراضكم وأبشاركم عليكم حرام »** [٥] .

وحيث إن ممارسة الوسيط لهذا النوع من البيوع يجعله فضوليًا ، وهو الأمر الذي كشفت عنه الحالة الافتراضية التي تناولناها والتي تطابق الواقع من كل وجه ؛ فالوسيط في هذه الحالة الافتراضية لم يكن أصيلًا ولا وكيلًا ولا وليًا ولا وصيًا حينما أقدم على بيع الأوراق المالية المملوكة لأحد عملائه دون إذنه أو سابق علمه ، وهو كذلك لم يكن ليسعى إلى الحصول على إجازة صاحب الشأن لهذه التصرفات ؛ لأنه إنما قام به لمصلحته ولحساب عميل آخر وهو أحد الذين يبيعون ما لا يملكون .

---

(١) أبو زهرة ، مرجع سابق ، والحديث أخرجه أبو داود والترمذي عن عمرو بن شعيب وذكره ابن حجر في بلوغ المرام تحت رقم ( ١٠١٨ ) قال : ونقل عن البخاري أصح ما ورد فيه .

(٢) د. محمد يوسف موسى ، الأموال ونظرية العقد في الفقه الإسلامي ، ( ص ٢٨٠ ) ، دار الفكر العربي ، ( ط ٨٧ ) .

(٣) الجزيري ، الفقه على المذاهب الأربعة ، ( ١١٨/٢ ) .

(٤) الأموال ونظرية العقد في الفقه الإسلامي ، محمد يوسف موسى ، دار الفكر ، ( ص ٣٨٠ ) .

(٥) المحلى لابن حزم ( ٤٢٤/٨ ) مسألة ( ١٤٦٠ ) ط . دار التراث والحديث الذي ذكره ابن حزم أخرجه مسلم في صحيحه في كتاب الحج باب النبي ﷺ عبد الرحمن بن بكرة عن أبيه وأورده صاحب مختصر شعب الإيمان ( القزويني ) ، ( ص ٦٠ ) مكتبة التراث الإسلامي .

ومن هنا فلا خلاف مطلقًا على فساد هذا النوع من البيوع وبطلانه عند من قال من الفقهاء ببطلانه أصلًا ومن جعل البطلان موقوفًا على عدم إجازة صاحب الشأن .

فإذا قيل : إن الوسيط بحكم وظيفته هو وكيل بالعمولة قلنا :

١ - إنه لم يكن موكلًا من قبل صاحب الأوراق المالية المودعة لديه في بيعها ، والوكيل كما ذكر صاحب المغني لا يملك من التصرف إلا ما يقتضيه إذن موكله من جهة المنطق أو العرف (١) ، فإذا باع مال موكله بغير إذنه لم يجز (٢) .

٢ - إن بيعه للأوراق المالية المودعة لديه لم يكن بصفته وكيلًا عن صاحب الشأن وإنما بصفته وكيلًا عن غير ذي صفة أو شأن ( الأمر بالبيع ) ؛ إذ قام ببيع أوراق الأصيل لحساب هذا الأخير متاجرة بأموال الغير دون علمهم ومن وراء ظهورهم .

فإذا قيل : إن المال كان وديعة لدى الوسيط قلنا : إن الوديعة في اللغة مأخوذة من السكون ، ويقال : ودع الشيء إذا سكن فكأنها ساكنة عند المودع وهي أيضًا الترك (٣) ، ويشهد لذلك قوله تعالى : ﴿ مَا وَدَّعَكَ رَبُّكَ وَمَا قَلَىٰ ﴾ [الضحى : ٣] .

وقد فرض على من أودعت عنده وديعة حفظها أو ردها إلى صاحبها إذا طلبها لقوله تعالى : ﴿ وَتَعَاوَنُوا۟ عَلَى ٱلْبِرِّ وَٱلتَّقْوَىٰ ۖ وَلَا تَعَاوَنُوا۟ عَلَى ٱلْإِثْمِ وَٱلْعُدْوَٰنِ ۚ ﴾ [المائدة : ٢] .

ولقوله تعالى : ﴿ إِنَّ ٱللَّهَ يَأْمُرُكُمْ أَن تُؤَدُّوا۟ ٱلْأَمَـٰنَـٰتِ إِلَىٰٓ أَهْلِهَا ﴾ [النساء : ٥٨] (٤) .

وقد ورد في الحديث عن أبي هريرة ﷺ عن رسول الله ﷺ أنه قال : « **ثلاث من كن فيه فهو منافق ، وإن صام وصلى وزعم أنه مسلم : إذا حدّث كذب ، وإذا وعد أخلف ، وإذا أؤتمن خان** » (٥) .

وذكر ابن المنذر في إجماعاته « إجماعهم على أن المودع ممنوع من استعمال الوديعة

---

(١) المغني لابن قدامة ، مرجع سابق ، ( ١٣١/٥ ) .

(٢) المرجع السابق ، ( ص ١٣٩ ) .

(٣) نيل الأوطار للشوكاني ، كتاب الوديعة والعادية ، ( ٢٩٦/٥ ) ، مكتبة الدعوة .

(٤) العبارة لابن حزم ، المحلى ، ( ج ٨ ) ، كتاب الوديعة ، مسألة ( ١٣٨٨ ) .

(٥) أخرجه مسلم في صحيحه في كتاب الإيمان باب خصال المنافق ، المطبعة المصرية ( ٤٨/٢ ) ، وكذا في مختصر شعب الإيمان القزويني عن البيهقي ، ( ص ٥٦ ) ، وجاء قول القرطبي : إن الأمانة تشمل أعدادًا كثيرة لكن أمهاتها الوديعة واللقطة والرهن والعارية .

خوفًا من إتلافها [١] .

فإن قيل : فإنما ضارب بالمال ، قلنا : لم يضارب به لحساب صاحب المال ، وإنما لحساب غيره ومصلحته هو كوسيط .

ومع هذا ذكر الإمام الشافعي فيما لو اتجر الرجل للرجل فتعدى ، فقال : إذا ابتضع الرجل مع الرجل بضاعة وتعدى فاشترى بها شيئًا فإن هلكت فهو ضامن وإن ربح فالربح لصاحب المال كله إلا أن يشاء تركه .

ولذلك فإننا لا نرى مع هذه الأدلة إلا أن هذا النوع من البيوع والذي يطلق عليه في أسواق الأوراق المالية « البيع على المكشوف » باطل من جميع الوجوه .

## المطلب الثاني : البيوع الآجلة الباتة القطعية :

### مقدمة في البيوع الآجلة :

لقد نما القطاع غير المنتج وازداد وزنه النسبي في الاقتصاد الرأسمالي ، وحل صنع النقود محل صنع السلع والفائدة محل الربح ، ولم يعد الاقتصاد الرمزي للمال والأثمان مرتبطًا ارتباطًا عضويًا بالاقتصاد الحقيقي للسلع والخدمات بوصف الاقتصاد الرمزي تعبيرًا بالضرورة عن الاقتصاد الحقيقي وتبرز المضاربة « بمفهومها الاقتصادي » بوصفها نشاطًا جوهريًا لرأس المال ، لا يتحرك بهدف التصحيح - كما يزعم الزاعمون - وإنما بهدف الكسب والمزيد من الكسب لرأس المال .

إن من أخطر ما يجري الآن من إعادة هيكله لأسواق النقود وأسواق رأس المال هو ما يمس آلياتها ؛ حيث صارت الآليات الأساسية هي آلية القرض أو الدين ؛ وحيث يجري التحول من القرض للإنتاج إلى القرض للقرض أو لمزيد من القروض .

لذلك لم يعد مستغربًا أن صار التعامل الآجل صناعة وإن شئت فقل إنه صار إدارة لصناعة النمو . لقد زاد الإنتاج الصناعي بنسبة ( ٢٥٪ ) من عام ( ١٩٧٧م ) إلى عام ( ١٩٨٥م ) بينما زاد حجم التعامل الآجل خلال ذات الفترة بنسبة ( ٣٧٠٪ ) .

في الستينيات كانت السوق الآجلة مرتبطة بحركة السلع ، أمّا الآن فإنها تقوم على أساس المضاربة التي تصل إلى حد المقامرة .

---

(١) الإجماع لابن المنذر ، مرجع سابق ، ( ص ١٠٣ ) .

لقد قفزت قيمة العقود الآجلة في بورصة نيويورك من ( ٣,٩ ) مليون دولار في عام ( ١٩٦٠م ) إلى ( ١٦٠ ) مليون دولار في عام ( ١٩٨٥م ) ، وصار الربح في القطاع المالي أعظم منه في قطاع الإنتاج (١) .

أن أحدًا لا يستطيع أن يتطرق إلى مسألة البيوع الآجلة بمفهومها العلمي واللغوي دون أن يخرج منها إلى الأزمة التي عصفت بسوق الكويت والتي اصطلح على تسميتها بأزمة سوق المناخ . فقد سرت حمى تداول الأسهم الخليجية وصاحب تداولها مضاربات شرسة ( Wild cat speculation ) واشتد سعار هذه الحمى بالنسبة للأسهم التي كان يجري تداولها بالأجل .

وما لبث النشاط أن تدنى بهذه الأسواق بشكل حاد ومفاجئ ليصل عدد الأوراق المتعامل عليها في شهر سبتمبر ( ١٩٨٣م ) إلى ( ٧٢ ) مليون سهم مقابل ( ٢٠٨ ) مليار سهم جرى تداول معظمها خلال الشهور الثلاثة السابقة على شهر سبتمبر .

بل إنه لَمِمَّا يستلفت النظر حقًّا أن بلغت قيمة الشيكات التي ارتبطت بعقود البيع الآجل حوالي ( ٢٧ ) مليار دينار ، في حين لم تتجاوز القيمة الإجمالية لجميع المعاملات التي تمت على أسهم شركات المساهمة المدرجة في السوق الرسمية خلال الأعوام الخمسة من ( ١٩٧٨ - ١٩٨٢م ) مبلغ ( ٨,٦ ) مليار دينار (٢) .

وقد كان من الأسباب التي ساقها المحللون الاقتصاديون وخبراء المال والاستثمار والتي أدت لأزمة سوق المناخ ، تلك القرارات التي صدرت في عام ( ١٩٧٧م ) بشأن :

- إيقاف تأسيس شركات مساهمة ، واستمرار الحظر حتى منتصف عام ( ٧٩ ) .
- تحجيم زيادة رؤوس أموال الشركات المدرجة إلى أدنى حد .
- شراء الدولة لأسهم شركات القطاع الخاص المتداولة .

وقد كان من نتيجة هذه القرارات أن لجأ المتعاملون إلى تأسيس شركات مسجلة اسمًا في دول خليجية خارج الكويت .

(١) المقدمة معظمها مقتبسة من كتاب « الرأسمالية تجدد نفسها » للدكتور فؤاد مرسي ، سلسلة عالم المعرفة ، مارس ( ١٩٩٠م ) ، وبتصرف ، ( ص ٢٩٠ ) .

(٢) أسواق الأوراق المالية العربية ، إعداد المؤسسة العربية لضمان الاستثمار بالكويت عام ( ٨٥ ) ، ( ص ١٦٢ ) ، أسواق رأس المال في الدول العربية ، صندوق النقد العربي ، ( ١٩٨٥م ) ، ( ص ١٢٧ ) .

وفي رأينا أن السبب الحقيقي وراء أزمة سوق المناخ يخلص في مسألتين إحداهما اقتصادية والأخرى تنظيمية .

أمَّا أولاهما فهي أن ثمة فجوة كبيرة بين المقدرة الاستيعابية ( absorptive capacity ) للهياكل الاقتصادية والأصول المادية للاقتصاد الوطني الكويتي من جهة وبين المقدرة التمويلية والتي تتمثل في المدخرات الوطنية المتزايدة والتي نتجت عن زيادة أسعار البترول خلال السبعينيات من جهة أخرى .

وأمَّا التنظيمية فتتعلق برفع الحظر عن البيع إلى أجل في البورصات .

**البيوع الآجلة والبيع إلى اجل :**

وقبل أن نلج في مسألة البيوع الآجلة وجب علينا التنبيه إلى أن ثمة خطأ شائعًا سرى بين العوام والخواص ، منشؤه الخلط بين البيع الآجل بمدلوله الاقتصادي والدارج استعماله بين المشتغلين بأعمال البورصات خاصة ، والبيع إلى أجل والذي اصطلح على تسميته ببيع النسيئة ؛ ففي البيع الأول تأجيل الثمن والمثمن ولا يترتب عليه بالتالي تسليم ولا تسلم ، ولا يترتب عليه كذلك تمليك حقيقي ولا تملك ، بينما في البيع إلى أجل ينصب التأجيل على الثمن دون المثمن [1] .

**مفهوم البيع الآجل :**

عرف البعض العمليات الآجلة بأنها تلك التي يتفق فيها الطرفان على تأجيل التسليم ودفع الثمن إلى يوم معين يسمى يوم التصفية ، وأن الغرض الأساسي من عقد هذه العمليات : الحصول على ربح يأخذه المضارب يمثل قيمة الفرق بين السعر الذي عقدت

---

(١) ومن الخلط ما جاء في مذكرة البنك الصناعي الكويتي عن سوق الأوراق المالية بالكويت ، إعداد د. حازم البيلاوي ، والتي ورد بها ( ص ١٨ ) ( Forward deals in Kuwait, dominate the stock market ) ثم يعود ليبين وجه الاختلاف بين الصفقات الآجلة في الكويت وغيرها بقوله :

( Kuwait forward deales differ from the usual forward transaction known in other markets, Kuwait forward sale are spot sales with credit. the Kuwait stock market (1946 - 1980) I.B.K ) .

وأيضًا ما ورد من كتاب أسواق رأس المال في الدول العربية ( ص ١٢٧ ) « تنبهت عدة مؤسسات للأخطار المتوقعة لعمليات البيع الآجل ، والتي دعت إلى عقد مؤتمر لتطوير سوق الأسهم « أسامة الأنصاري » ومن المعروف أن البيوع الآجلة في التعريف غير مصرح بها والمقصود هو بيوع النسيئة .

به العملية وبين السعر يوم التصفية (١) .

وعرفها آخرون بأنها العمليات التي يلتزم بموجبها كل من المشتري والبائع بتصفيتها في تاريخ مقبل معين ، يجري فيه التسليم والتسلم ، ما عدا حالات التأجيل التي يتفق فيها الطرفان على شروط تأجيلها وتعويضها (٢) .

وعرفها آخرون بأنها تلك العمليات التي يقصد بها المضاربة ويؤجل فيها تسليم الأوراق ، وكذلك دفع ثمنها إلى تاريخ مقبل هو تاريخ التصفية ، وتتخذ التصفية أحد أشكال ثلاثة :

١ - أن يقوم المضارب بتسليم الأوراق تسليمًا فعليًا إذا كان بائعًا ، ويستلمها إذا كان مشتريًا .

٢ - أن يبيع ما اشتراه أو يشتري ما باعه ويقبض الفرق .

٣ - أن يؤجل التصفية إلى ميعاد التصفية التالي مقابل دفع مبلغ معين يسمى بدل التأجيل .

وعلى المتعامل أن يخطر وسيطه برغبته في التأجيل قبل ميعاد التصفية وتحصل التصفية مرتين في الشهر وتستغرق في المرة الواحدة ثلاثة أيام :

**اليوم الأول** : تجتمع لجنة البورصة وتقرر أسعار التصفية لكل نوع من الأوراق .

**اليوم الثاني** : يجتمع الوسطاء ويتحاسبون على الفروق .

**اليوم الثالث** : تدفع الفروق وتسلم الأوراق .

وأغلب العمليات الآجلة (٣) تجري على المكشوف ، أي أن المضارب لا يملك الأوراق التي يضارب عليها .

وتنقسم العمليات الآجلة إلى قسمين رئيسيين :

١ - عمليات باتة قطعية .

---

(١) فايز كامل ، طرق التجارة في أعمال البورصات .

(٢) هشام البساط ، الأسواق المالية الدولية ، نقلًا عن أحمد محيي الدين ، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية .

(٣) وعرف البيع الآجل أيضًا بأنه : ( Forward markets, in which deals are arranged for future deliveries, to be paid for an agreed dates or after delivery Longman Dic of Business Eng. p, 205 ).

٢ - عمليات آجلة خيارية ، أو عمليات بيع الامتيازات ( Privilege ) .

وسوف نعالج من خلال هذا المبحث العمليات الآجلة الباتة القطعية .

**البيوع الآجلة الباتة القطعية :**

**ماهية العمليات الباتة :**

عرفها البعض بأنها تلك التي بت فيها فلا يمكن فسخها أو إلغاؤها ؛ بل يتعين على المتعاقدين تنفيذها [(١)] .

وعرفها البعض : بأنها العمليات التي يكون التعاقد فيها ملزمًا للطرفين ، فلا يكون لأحدهما حق العدول عن إتمام الصفقة ؛ بل يلتزم البائع بتسليم الأوراق المبيعة التي تعهد بتسليمها ، والمشتري بدفع الثمن المتفق عليه [(٢)] .

وعرفها البعض : بأنها التي يكون التعامل فيها بالنقد ولكن تنفيذها يؤخر إلى آجال مضروبة ، وهي تلقى على عاتق كل من البائع والمشتري واجبات محترمة لا يرى مندوحة من القيام بها ولا يتوقف تنفيذها على شرط ما . فإذا حل الأجل كان على الشاري مجرد دفع الثمن وعلى البائع مجرد تسليم المبيع ، غير أنه يجوز للشاري إذا كان غرضه المضاربة والاكتفاء بأخذ الفرق إذا كان رابحًا أو دفعه إذا كان خاسرًا أن يبيع ما اشتراه إلى آخر ، فينقل ما عليه من الواجب وما له من الحق إلى الشخص الذي حل محله ، كما أن البائع يمكنه أن ينقل مركزه إلى غيره ويحذو حذو الشاري من حيث الاكتفاء بأخذ الفرق أو دفعه [(٣)] .

والتعريف الذي نستخلصه من التعريفات المتقدمة ونرتضيه :

العمليات الباتة هي التي يحدد لتنفيذها موعد ثابت يسمى يوم التصفية أو يوم التسوية ( Settlement date ) ، فيلتزم المشترون بدفع الثمن والبائعون بتسليم المبيع ولا خيار لأحدهم في فسخ العقد أو إلغائه إلا أن لكل من المتعاقدين أن يصفي مركزه بأن يبيع نقدًا ما اشتراه آجلًا ، وله أو عليه الفرق بين سعري التعاقد والتصفية إن كان

---

(١) إبراهيم محمد أبو العلا ، بورصات الأوراق المالية والقطن ، ( ط٦٠ ) .

(٢) عبد العزيز مهنا ، الأسواق وتصريف المنتجات .

(٣) حسين تيمور بك ، البورصة وتجارة القطن سنة ( ١٩١٧م ) .

مشتريًا ، أو أن يشتري عاجلًا ما باعه آجلًا إن كان بائعًا ، وله أيضًا أو عليه الفرق بين سعر التعاقد وسعر التصفية ، ولكلٍّ من المتعاقدين أيضًا أن يؤجل موعد التصفية إلى التصفية المقبلة بنقل مركزه إلى غيره مقابل سداد فائدة أو بدل عن فترة التأجيل تسمى بدل التأجيل . مثال : بفرض أن أحد المضاربين على الصعود تعاقد على شراء مائة سهم الشركة ( س ) تسليم يوليو ( ١٩٩٠م ) بسعر السهم ( ١٠ ) جنيهات إلا أنه فوجئ بانخفاض سعر السهم إلى تسعة جنيهات فأمامه أن يلجأ إلى واحدة من ثلاث :

**الأولى** : استلام الأوراق المتعاقد عليها استلامًا فعليًا ودفع الثمن المقابل ، وهذا الاحتمال يكون قائمًا إذا ما كان المشتري راغبًا في تملك المعقود عليه كأحد أشكال الاستثمار المالي طويل الأجل إلا أن هذا الاحتمال أقرب إلى الافتراضات النظرية منه إلى الواقع ؛ لأنه يصطدم بالغرض الذي تبرم من أجله هذه العقود وهو المضاربة (١) على فروق الأسعار ، ولو كان المتعاقد راغبًا في الاستثمار لكان توجهه إلى أسواق البيوع العاجلة (٢) .

**الثانية** : أن يقوم بتصفية مركزه فيبيع نقدًا ما اشتراه آجلًا ويتحمل فرق السعر والذي تبلغ جملته في هذه الحالة ( ١٠٠ ) جنيه ، وهو لن يقدم على هذه التصفية إلا إذا كانت فروق الأسعار طفيفة وغير مؤثرة ، أو إذا استبان له أن الأسعار سوف تتجه إلى مزيد من الهبوط ، أمَّا لو كانت فروق الأسعار لصالحه فلم يكن ليتردد لحظة في تصفية مركزه .

**الثالثة** : إذا توقع تحسن السعر في التصفية التالية بما يعوضه عن خسارته ، فإنه يصدر إلى وسيطه أمرًا بتأجيل مركزه ، فيبحث له الوسيط عن بائع يرغب في تأجيل التسليم ، ويدفع له طالب التأجيل بدلًا معينًا يجري الاتفاق عليه تبعًا للظروف .

فإذا لم يجد الوسيط بائعًا راغبًا في تأجيل التسليم فإنه يبحث عن ممول ينقل إليه مركز المضارب حتى ميعاد التصفية التالية ، والممول هو ناقل يرغب في استثمار أمواله ، فيتسلم الأوراق بدلًا من المضارب ويدفع ثمنها حسب سعر التصفية ، أي أنه يشتريها

---

(١) المقصود بالمضاربة هنا ، المضاربة بمفهومها الاقتصادي الدارج .

(٢) A buyer who wants to take immediate title to an asset should look for a seller of that asset in the spot market, Kennth. Garbade Securities Markets ch. 15, p. 304.

منه نقدًا ثم يبيعها له بالأجل مقابل حصوله على بدل التأجيل ( Report ) ويطلق على الناقل بالفرنسية ( Reporteur ) وبفرض أن المضارب تمكن من تأجيل مركزه إلى التصفية التالية ( ١٥ ) من يوليو ( ١٩٩٠م ) مقابل بدل تأجيل قدره ( ٥٪ ) وأن سعر السهم قد ارتفع في تاريخ التسوية التالية إلى ( ١١ ) جنيه ، فإنه من الممكن تصوير مركز المضارب على الوجه التالي :

## مركز المضارب

| تاريخ التعاقد | تاريخ التسوية | الكمية المتعاقد لها | | السعر | جملة المبلغ | | البيان |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | شراء | بيع | | المتعين قبضه | المتعين دفعه | |
| ١٥ يونيو | أول يوليو ٩٠ | ١٠٠ | | ١٠ | | ١٠٠ | المبلغ المتعاقد عليه |
| | —— | | ١٠٠ | ٩ | ٩٠٠ | | بيع للناقل بسعر التصفية |
| | —— | ١٠٠ | | ٩ | | ٩٠٠ | شراء إلى التصفية المقبلة |
| | —— | | | ٪٠,٥ | | ٤,٥ | بدل تأجيل |
| أول يوليو ١٩٩٠ | ١٥ يوليو ٩٠ | | ١٠٠ | ١١ | ١١٠٠ | | بيع بعد تحسن مركزه في التصفية التالية |
| | | | | | ٢٠٠٠ | ١٩٠٤,٥ | |
| | | | | | — | | |
| | | | | | ربح | ٩٥,٥ج | |

ويبين مما تقدم أن المضارب المذكور قد تمكن من تحويل خسارته البالغ قدرها مائة جنيه إلى ربح قدره ( ٩٥,٥٠ ) جنيهًا بعد نقل مركزه إلى التصفية التالية .

**المضاربة على النزول :**

وبفرض أن أحد المضاربين على النزول تعاقد على بيع ( ١٠٠ ) سهم من أسهم

الشركة ( ص ) تسليم يوليو ( ١٩٩٠م ) بسعر ( ٢٠ ) جنيهًا ، وهو يتوقع انخفاض السعر في تاريخ التصفية إلا أنه فوجئ في هذا التاريخ بارتفاع السعر إلى ( ٢١ ) جنيهًا ، فأمامه أن يلجأ إلى واحدة من ثلاث :

**الأولى** : تسليم الأوراق المتعاقد عليها تسليمًا فعليًا واستلام الثمن المقابل ، إلا أن هذا الاحتمال غير وارد ؛ لأن المضارب على النزول بائع على المكشوف ، بمعنى أنه لا يملك الأوراق التي تعاقد على بيعها ، وهذا هو الأصل في هذه المعاملات والاستثناء هو تملكه لها .

**الثانية** : أن يقوم بتصفية مركزه محددًا خسارته بجنيه واحد عن كل سهم ، فيشتري نقدًا ما باعه آجلًا ، ولتصل جملة خسارته في هذه الحالة ( ١٠٠ ) جنيهًا .

**الثالثة** : إذا توقع تحسن السعر في التصفية التالية بما يعوضه عن خسارته ، فإنه سوف يصدر إلى وسيطه أمرًا بتأجيل مركزه (*) ، فيشتري نقدًا وبسعر ( ٢١ ) جنيهًا ما باعه آجلًا بسعر ( ٢٠ ) جنيهًا ، وبفرض أن بدل التأجيل يبلغ ( ٢٥ ) قرشًا عن كل سهم فإنه يبيع آجلًا بسعر ( ٢١,٢٥ ) تسليم التصفية التالية .

وبفرض أنه في تاريخ التصفية التالية بلغ سعر السوق ( ١٩ ) جنيهًا فإنه يشتري نقدًا بسعر ( ١٩ ) جنيهًا ما باعه آجلًا بسعر ( ٢١,٢٥ ) جنيهًا ، محققًا ربحًا قدره ( ٢,٢٥ ) عن كل سهم ، فإذا ما استنزلنا من هذا الربح خسارته السابقة البالغة جنيهًا واحدًا عن كل سهم ، استبان لنا أن الخسارة التي بلغت في مركزه المؤقت ( ١٠٠ ) جنيهًا قد تحولت إلى ربح قدره ( ١٢٥ ) جنيهًا .

## موقف الفقه الإسلامي من البيوع المصطلح عليها في بورصات الأوراق المالية بالبيوع الآجلة « البيع البات » :

قبل أن نشرع في بيان حكم الشرع الإسلامي في البيوع الآجلة في بورصات الأوراق المالية ، فثمة ما يتعين الإشارة إليه منذ البداية وهو أن هذا النوع من البيوع المصطلح عليه

---

(*) ومما تجب ملاحظته في عملية التأجيل في التسليم أن البائع على المكشوف يمكنه أن يستبقي مركزه إلى آجال متوالية وسعره يزداد عند كل تصفية بما يدفع إليه من بدل التأجيل ( لأنه مقرض ) وهذا بخلاف عملية التأجيل في الاستلام ، فإن توالي التصفيات تزيد السعر على المشتري الذي يطلب التأجيل ( باعتباره مقترضًا ) - حسين تيمور بك - البورصة وتجارة القطن ، ( ١٩١٧م ) .

في بورصات الأوراق المالية والسلعية بالبيوع الآجلة لا يصح مسماه لغةً ولا شرعًا ؛ وذلك أن البيع الآجل ما تأجل فيه الثمن دون المثمن ، فأما البيع في هذه الأسواق فيتأخر فيه تسليم الثمن والمثمن ، ويتأجل فيه التمليك والتملك ، فإذا استخدمنا لفظ البيع الآجل هنا فإنما نقصد به هذا النوع من البيوع المتعارف عليه في البورصات بالبيوع الآجلة .

وسوف نتناول رأي الفقه الإسلامي في هذا النوع من البيوع من حيث :

١ - مدى اتصال العقد بأحكامه وآثاره .

٢ - حكم بيع الإنسان ما لا يملكه .

٣ - حكم بيع الإنسان ما لم يقبضه .

٤ - حكم بيع الكالئ بالكالئ .

٥ - حكم بدل التأجيل .

**أولًا : من حيث مدى اتصال العقد بأحكامه وآثاره :**

تقدم القول في موضع سابق من هذا البحث أن الأصل في العقود التنجيز إلا عقدي الوصية والإيصاء فإنهما مضافان دائمًا إلى ما بعد الموت ، وأن العقد المنجز تترتب عليه آثاره الشرعية بمجرد انعقاده ، وأن الأثر الشرعي الذي يترتب عليه عقد البيع هو انتقال ملكية المبيع إلى المشتري وانتقال ملكية الثمن إلى البائع .

هذا من ناحية العقود المنجزة ، أمّا العقود المضافة إلى أجل - وهي موضوعنا في هذا البحث - فهي تلك العقود التي لا تتصل بآثارها وأحكامها ، وإذا كانت بعض العقود لا تنعقد إلا مضافة إلى أجل فإن من العقود ما لا ينعقد بصيغة مضافة ؛ ولذلك جرى تقسيم الفقهاء لهذه العقود من حيث انعقادها أو عدم انعقادها إلى عدة تقسيمات نتناولها على الوجه التالي :

**العقود المضافة إلى أجل :**

جرى تقسيم الفقهاء للعقود من حيث انعقادها أو عدم انعقادها إلى ثلاثة أقسام :

١ - عقود لا تكون إلا مضافة : وهي عقود الوصية والإيصاء فإنها تكون دائمًا مضافة إلى ما بعد الموت ولا يمكن أن تتصل أحكامها بإنشائها .

٢ - عقود لا تنعقد بصيغة مضافة : وهي العقود التي تفيد تمليك الأعيان في الحال كعقد البيع وعقد الزواج .

٣ - عقود يصح أن تكون منجزة ويصح أن تكون مضافة إلى المستقبل : وهي عقود التمليكات التي لا يمكن تحقيق مقتضاها متصلة بصيغتها ؛ كالإجارة والإعارة والمزارعة فإنها لتمليك المنافع لا تملك دفعة واحدة (١) .

ولما كانت العقود التي تفيد تمليك الأعيان في الحال كعقود البيع لا تنعقد بصيغة مضافة إلى أجل ؛ لأن هذه العقود إنما وضعت شرعًا لإفادة التمليك والتملك في الحال ، فإذا كانت الصيغة غير مؤدية لذلك كانت غير محققة لهذا المقتضى فلا تدل على العقد فلا ينعقد بها (٢) .

وقد يقال : إن السلطان الأول في إنشاء العقد وآثاره التي تترتب عليه هو لإرادة المتعاقدين ، لكن الفقه ينظر إلى الأمر نظرة أخرى وهي إرادة المتعاقدين هي التي تنشئ العقد حقًّا ، لكن الشريعة تتدخل في ترتيب ما لكل عقد من حكم وآثار (٣) ، فإذا كان العقد شريعة المتعاقدين في القانون الوضعي بالنسبة لآثاره وكل ما اشتمل عليه ما لم يكن مشتملًا على شيء يخالف النظام العام ، فكل ما ارتضاه العاقد من أحكام يكون صحيحًا واجب الوفاء ولو كان فيه غبن فاحش ، أمَّا في الشريعة الإسلامية فالإرادة تنشئ العقد فقط ، بينما أحكام العقود وآثارها تكون من الشارع لا من العاقد ؛ فإفادة البيع نقل الملكية من البائع إلى المشتري واستحقاق البائع للثمن وغير ذلك من الأحكام ، ليس ذلك من ذات الإيجاب والقبول ، ولكن لأن الشارع جعل ذلك العقد طريقًا لثبوت هذه الآثار (٤) .

وبالنظر إلى العقود التي يتم إنشاؤها في أسواق البيوع الآجلة يبين من أول وهلة أن

---

(١) الإمام محمد أبو زهرة ، الملكية ونظرية العقد ، مرجع سابق ، ( ص ٢٦١ ، ٢٦٢ ) .

(٢) المرجع السابق .

(٣) د. محمد يوسف موسى ، الأموال ونظرية العقد في الفقه الإسلامي ، مرجع سابق ، ( ص ٤١٠ ، ٤١١ ) .

(٤) مسألة أن آثار العقد لا تكون إلا بحكم الشارع ، وأن العقود ما هي إلا أسباب جعلية شرعية لأحكامها وآثارها يكاد يجمع عليه الفقهاء ، وقد صرحت به كتب الفقه وبينتها كتب الأصول وذكرتها كتب الفروع . محمد يوسف موسى ؛ الأموال ونظرية العقد في الفقه الإسلامي ، ( ص ٤١٢ ) ، والإمام محمد أبو زهرة ، الملكية ونظرية العقد .

هذه العقود لا تترتب عليها آثارها فور إنشائها . رغم أن عقد البيع من العقود التي تفيد التمليك في الحال ؛ إذ لا يتم تسليم الثمن ولا المثمن ولا يفيد العقد تمليك ولا تملك ، فلا المشتري تنتقل إليه ملكية المبيع عند إنشاء العقد ، ولا البائع تنتقل إليه ملكية الثمن ، وإنما تتأجل آثار العقد وأحكامه إلى يوم التصفية ؛ لذلك كانت صيغة العقد غير مؤدية لإحداث آثاره وأحكامه التي رتبها الشارع وكانت غير محققة لهذا المقتضى ، فلا تدل على العقد فلا تنعقد بها ، ولأن عقد البيع من العقود التي تفيد تمليك الأعيان في الحال ؛ لذلك فإنه لا ينعقد بصيغة مضافة إلى أجل [1] .

ويؤكد د. السنهوري ما ذكره ابن رشد عن إجماع الفقهاء على عدم جواز بيع

---

( ١ ) ومن عجب أن ذهب أحد العلماء المعاصرين إلى الاستشهاد ببعض النصوص التي وردت في كتب الفروع عن أغلب الأئمة الذين ارتضتهم الأمة لأمر دينها ؛ فراح يلوي أعناق تلك النصوص وهو بصدد الاستدلال على سلامة البيوع التي تتم في أسواق البيوع الآجلة عامدًا إلى الخلط بين الألفاظ التي وردت في عبارات الفقهاء وأقاموا على أساسها الأحكام ، وذات الألفاظ التي شاع استعمالها في العلوم غير الشرعية والتي لا تدل على معانيها ؛ فقد ذهب صاحب كتاب معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية إلى القول بالآتي : تقوم المضاربة على التعامل الآجل فتعقد الصفقات بين البائع والمشتري على أن يتم التنفيذ في أجل محدد ، وهو ما يثير مدى شرعية البيع الآجل ، وأردف قائلًا : ولو أردنا التعرف على رأي الفقه في هذا النوع من التعامل لوجدنا الآتي :

- يرى الحنفية أن البيع إلى أجل معلوم جائز .
- بيوع الآجال جائزة عند المالكية إذا انتفت التهمة فيها .
- يرى الشافعية أن من باع بثمن مؤجل لم يجز إلى أجل مجهول .

وانتهى إلى القول بالآتي : إن ملاحظة رأي الفقهاء في البيع المؤجل نجد أنه يتردد بين الإباحة والحظر ، وإن كان الرأي الغالب هو إجازة البيع المؤجل على أن يكون الأجل معلومًا ، وأن تتجه النية إلى تسليم المبيع في الأجل المحدد ، وهذا الذي قاله لا أساس له ولا سند ؛ بل خالف فيما انتهى إليه ما أجمع عليه الفقهاء من عدم جواز بيع الأعيان إلى أجل ، واستشهاده واستدلاله بما ذكره الفقهاء في كتبهم كان استدلالًا باطلًا وتحريفًا للكلم عن مواضعه ؛ فمن المعروف أن البيع الآجل الذي تحدث عنه الفقهاء هو البيع الذي تأجل فيه الثمن فقط ، والبيع بهذا المعنى يختلف عن البيع الآجل في البورصات والذي لا يدل لفظه على معناه لغةً ولا شرعًا ؛ إذ يتأخر فيه تسليم المبيع كما يتأخر فيه تسليم الثمن إلى الأجل الذي حدَّده المتعاقدين ، فلا البائع يملك المبيع للمشتري عند إنشاء العقد ولا المشتري يملك الثمن للبائع وهو ما يعني تأخر آثار العقد إلى يوم التصفية وهو اليوم المحدد للتنفيذ ، ومثل هذه العقود التي تتعلق بالتمليكات لا يجوز إضافتها إلى أجل وإلا كانت غير مؤدية لإحداث آثار العقد التي رتبها الشارع وغير محققة لهذا المقتضى فلا ينعقد بها العقد التالي ؛ ولذلك فإن عقد البيع من العقود التي لا يجوز إضافتها إلى أجل .

الأعيان إلى أجل إلا أنه يختلف معه في العلة فيقول : وقد ذكر ابن رشد في بداية المجتهد [١] أن الفقهاء قد أجمعوا على عدم بيع الأعيان إلى أجل لما يتعلق به من الغرر ، ثم أردف قائلًا : وفي رأينا أن السبب في عدم جواز بيع الأعيان إلى أجل لا يرجع إلى الغرر ؛ بل يرجع إلى اعتبارات معروفة في الصياغة الفنية في الفقه الإسلامي ؛ فالتأجيل لا يكون إلا في الديون ، إذ هي التي تحتملها الذمة ، أمَّا الأعيان فلا تحتملها الذمة فلا يجوز في القياس تأجيلها [٢] .

**حكم الشرع الإسلامي في بيع الإنسان ما لا يملك بيع الإنسان ما لم يقبض :**

لما كانت أغلب البيوع الآجلة تتم على المكشوف بمعنى أن البائع لا يمتلك الأوراق المالية التي يبيعها ، وإنما يدخل السوق مضاربًا على الهبوط متوقعًا انخفاض السعر في تاريخ التصفية وأنه سيكون بوسعه حينئذ أن يشتري ذات الكمية من الأوراق التي سبق له التعاقد على بيعها بسعر أقل من السعر الذي باع به ، ويحقق هامشًا من الربح يتمثل في الفرق بين سعري البيع والشراء ، ومن هنا يمكن تكييف البيع الذي يتم على الوجه المتقدم بأنه :

- بيع الإنسان ما ليس عنده .
- بيع الإنسان ما اشتراه قبل القبض .

أمَّا كونه ينطوي على بيع الإنسان ما ليس عنده ، فلأن المعقود عليه لم يكن عند إنشاء العقد عند البائع ، ولا يُعد الشيء موجودًا إن كان محتمل الوجود أو لم يكن وجوده يقينًا .

وأمَّا كونه ينطوي على بيع الإنسان ما اشتراه قبل القبض ، فلأن البائع باع ما لم يكن في ملكه ، وغلب على ظنه أنه سوف يكون بمقدوره أن يشتري الشيء الذي تعاقد على بيعه .

**ثانيًا : حكم الشرع الإسلامي في بيع الإنسان ما ليس عنده :**

**الشافعية :** قال المزني : قال الشافعي : أخبرنا مالك عن أبي حازم بن دينار عن

---

(١) بداية المجتهد ونهاية المقتصد لابن رشد الحفيد ( ٢/١٣٠ ) .

(٢) د. عبد الرزاق السنهوري ، مصادر الحق في الفقه الإسلامي ، العقد ( ٣/٥٠ ) ، الهامش .

ابن المسيب : « أن رسول الله ﷺ نهى عن بيع الغرر » ، ومن بيوع الغرر عندنا : بيع ما ليس عندك ، وبيع الحمل في بطن أمه ، والعبد الآبق ، والطير والحوت قبل أن يصادا ، وما أشبه ذلك [١] .

**الحنابلة** : قالوا يشترط في المعقود عليه أن يكون المبيع مملوكًا لبائعه وقت العقد ملكًا تامًا وأن يكون مقدورًا على تسليمه حال العقد ، فلا يصح بيع جمل شارد ولا بيع نحل ، ولا طير في الهواء ، سواء كان الطير مما يألف الرجوع أم لا [٢] .

وذكر الإمام ابن قيم الجوزية وهو أحد فقهاء الحنابلة المجتهدين حكم رسول الله ﷺ في بيع الرجل ما ليس عنده فقال في السنن والمسند من حديث حكيم بن حزام قال : قلت يا رسول الله يأتيني الرجل يسألني البيع لما ليس عندي فأبيعه منه ثم أبتاعه من السوق ، فقال : « **لا تبع ما ليس عندك** » ، قال الترمذي : حديث حسن ، وفي السنن نحوه من حديث ابن عمر رضي الله عنه ولفظه لا يحل سلف وبيع ولا شرطان في بيع ولا ربح ما لم يضمن ولا بيع ما ليس عندك ، قال الترمذي : حديث حسن صحيح ، فاتفق لفظ الحديثين على نهيه ﷺ عن بيع ما ليس عنده فهذا هو المحفوظ من لفظه ﷺ ، وهو يتضمن نوعًا من الغرر فإنه إذا باعه شيئًا معينًا وليس في ملكه ثم مضى ليشتريه ويسلمه له كان مترددًا بين الحصول وعدمه ، فكان غررًا يشبه القمار فنهي عنه [٣] .

---

(١) مختصر المزني بهامش كتاب الأم للإمام الشافعي ، ( ٢/٢٠٤ ) طبعة مصورة عن طبعة بولاق ( ١٣٢١هـ ) والحديث روي عن حكيم بن حزام ، وعن عمرو بن شعيب وذكره الشوكاني في باب النهي عن بيع ما لا يملكه ليمضي فيشتريه ويسلمه ، ( ٥/١٥٥ ) ، وقال : رواه الخمسة ، وقال الترمذي : حسن صحيح .

(٢) الفقه على المذاهب الأربعة .

(٣) يقول الإمام ابن القيم : وبيع الإنسان ما ليس عنده من قسم القمار والميسر ؛ لأنه قصد أن يربح على هذا لما باعه ما ليس عنده ، والمشتري لا يعلم أنه يبيعه ، ثم يشتري من غيره ، وأكثر الناس لو علموا ذلك لم يشتروا منه ؛ بل يذهبون ويشترون من حيث اشترى هو ، وليست هذه المخاطر مخاطرة التجارة بل مخاطرة المستعجل بالبيع قبل القدرة على التسليم ، وإذ ذهب الإمام ابن القيم إلى ما ذهب إليه جمهور الفقهاء من تحريم بيع الإنسان ما ليس عنده ، وجعله ابن القيم من قبيل الغرر الذي يشبه القمار والميسر ؛ إذ بصاحب كتاب معاملات البورصة في الشريعة يعتسف النصوص ويجتزأ منها ما يشاء ، فيقول في ( ص ٦٢ ) : إن التعاقد على السلعة غير الموجودة وقت التعاقد جائز ؛ لأن الأصح أن يقال : إن السلعة غير حاضرة فهي ليست معدومة ويجوز بيع سلعة على أن تسلم في وقت معلوم متى علم الثمن ، وأردف قائلًا : ومع التسليم جدلًا بأن بيع السلعة بيع معدوم فإن التعامل صحيح أيضًا على رأي البعض وهو نص ابن القيم : ليس في كتاب الله =

**المالكية** : أجاز الإمام مالك العقد على معدوم سيوجد إذا كان العقد عقد تبرع كالوقف والهبة ، ولم يجز العقد إلا على موجود في عقود المعاوضات [١] ، ولو كان سيوجد ؛ لأن ذلك يؤدي إلى الغرر والقمار في عقود المفاوضات .

**الأحناف** : من شروط انعقاد البيع عند الأحناف ، والتي لا ينعقد البيع رأسًا إلا إذا تحققت :

---

= وسنة رسول الله ﷺ ولا في كلام أحد من الصحابة أن بيع المعدوم لا يجوز لا بلفظ عام ولا بمعنى عام ، وإنما في السنة النهي عن بعض الأشياء التي هي معدومة ، كما فيها النهي عن بعض الأشياء التي هي موجودة ، ثم أردف صاحب كتاب البورصات قائلًا : « ونتخلص من ذلك أن عمليات التغطية والتي تقوم على بيع الإنسان ما ليس عنده » التي يقوم بها البائع من العمليات الجائزة التي يجتهد بها التاجر في تلافي ما قد يعرض له من الخسائر ، وحقيقة الأمر أن الإمام ابن القيم قد فرق بين بيع الإنسان ما ليس عنده وبيع المعدوم ، وقال : إنهما ليسا شيئًا واحدًا كما يظن البعض ، أمَّا عن بيع الإنسان ما ليس عنده ، فقال : إنما هو من بيع الغرر الذي قد يحصل وقد لا يحصل وأنه من جنس القمار والميسر ، والمخاطرة فيه مخاطرتان ؛ مخاطرة التجارة ، والخطر الثاني الميسر الذي يتضمن أكل مال الناس بالباطل ، أمَّا المعدوم عنده فقد قسَّمه إلى ثلاثة أقسام :

**الأول** : معدوم موصوف في الذمة ، فهذا يجوز بيعه اتفاقًا وهذا هو السلم .

**الثاني** : معدوم تبع الموجود كبيع الثمار بعد بدو صلاحها ، وإن كانت بقية أجزاء الثمار معدومة وقت العقد .

**الثالث** : معدوم لا يدري حصوله أو عدم حصوله ولا ثقة لبائعه بحصوله ؛ بل يكون المشتري منه على خطر ، فهذا الذي منع الشارع بيعه لا لكونه معدومًا بل لكونه غررًا ؛ فمنها صورة النهي التي تضمنها حديث حكيم ابن حزام : « لا تبع ما ليس عندك » .

ووجه التفرقة بين بيع الإنسان ما ليس عنده وبيع المعدوم عند الإمام ابن القيم وشيخه ابن تيمية أن بيع الإنسان ما ليس عنده من قبيل المعدوم المنهي عنه شرعًا ، ولكن ليس كل معدوم منهي عنه شرعًا ؛ فبيع السلم وبيع الثمر بعد بدو صلاحه والحب بعد اشتداده جائز شرعًا بلا خلاف على الفقهاء ، أمَّا كون هذه الأشياء المعدومة جاءت وفق القياس كما يرى ابن القيم وشيخه ابن تيمية استنادًا إلى أنه لم يشرع شيء على خلاف القياس أو أنها جاءت فعلًا على خلاف القياس ، وهذا رأي الجمهور ، فإن هذا يخرج عن حدود البحث ، كما أن النهي عن بيع الإنسان لما ليس عنده لكونه من قبيل الغرر أو لكونه معدومًا ؛ فهذا لا يغير من الأمر شيئًا ويبقى الحكم على وجه التحريم ، وقد كنَّا نأمل فيما لو عرض صاحب كتاب معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية لحكم بيع الإنسان ما ليس عنده عند الإمام ابن القيم بدلًا من تلبيسه على المسلمين ما يلبسون . ويمكن الرجوع لمن أراد المزيد إلى رسالة القياس في الشرع الإسلامي لابن تيمية وابن قيم الجوزية ، ( ص ٣٨ - ٤٦ ) ط دار الآفاق الجديدة ، بيروت . وإعلام الموقعين عن رب العالمين لابن قيم الجوزية ( ٣٥٧/١ ) ، وزاد المعاد ، ( ٢٦٢/٤ ) المطبعة المصرية .

(١) الملكية ونظرية العقد ، الإمام محمد أبو زهرة ، مرجع سابق ، ( ص ٢١٨ - ٢٦٧ ) نقلًا عن رسالة الشروط والعقود للشيخ أحمد إبراهيم بك .

١ - أن يكون المبيع موجودًا فلا ينعقد بيع المعدوم ولا ما هو في حكم المعدوم .

٢ - أن يكون مملوكًا للبائع إذا كان يريد أن يبيع لنفسه أو مملوكًا لموكله ونحوه ، فلا يبيع ما ليس بمملوك ولو ملكه بعد البيع إلا في السلم .

٣ - أن يكون البائع قادرًا على تسليمه في الحال أو قريبًا من الحال (١) .

**الزيدية** : وذكر الإمام الشوكاني في باب النهي عن بيع ما لا يملكه الحديث الذي رواه أصحاب السنن عن عمرو بن شعيب فقال : « وقوله : لا تبع ما ليس عندك » أي ما ليس حاضرًا عندك ولا غائبًا في ملكك تحت حوزتك - ونقل عن البغوي - أن النهي في هذا الحديث عن بيوع الأعيان التي لا يملكها وقال : قال النووي في زيادات الروضة وظاهر النهي تحريم ما لم يكن في ملك الإنسان وداخلًا تحت مقدرته (٢) .

وقال صاحب مرشد الحيران ( مادة ٣٥٥ ) : لما كان حكم البيع في الشريعة الإسلامية هو التمليك والتملك اشترط رجال الفقه لنفاذ البيع أن يكون البائع مالكًا لما يبيع (٣) .

وذكر صاحب مصادر الحق في الفقه الإسلامي أنه يشترط في الفقه الإسلامي أن يكون المحل موجودًا وقت العقد ، فإن لم يكن موجودًا فالعقد باطل حتى لو كان المحل محتمل الوجود بل حتى لو كان محقق الوجود في المستقبل (٤) .

ويقول صاحب كتاب الأموال ونظرية العقد في الفقه الإسلامي : يشترط في العقد وجوده حين العقد ؛ فالمعدوم لا يصح أن يكون محلًا للعقد عند أكثر الفقهاء وكذلك ما له خطر العدم (٥) .

ويبين مما تقدم أن جمهور الفقهاء أجمع على عدم انعقاد بيع الإنسان ما ليس عنده وأن النهي عن بيع الإنسان ما ليس عنده يفيد التحريم .

**ثالثًا : حكم بيع الإنسان ما لم يقبض في الفقه الإسلامي :**

الشافعية : قال صاحب كفاية الأخيار الشافعي فيما يحرم من البيوع ، ولا بيع

---

(١) الفقه على المذاهب الأربعة ، الجزيري ، ( ١٦٦/٢ ) .

(٢) نيل الأوطار للشوكاني ، ( ١٥٥/٥ ) .

(٣) مرشد الحيران ، محمد قدري باشا ، مادة ( ٣٥٥ ) .

(٤) د. عبد الرزاق السنهوري ، مصادر الحق في الفقه الإسلامي ، مرجع سابق ، ( ٣٠١/٣ ) .

(٥) د. محمد يوسف موسى ، الأموال ونظرية العقد في الفقه الإسلامي ، مرجع سابق ، ( ص ٣٠١ ) .

ما ابتاعه حتى يقبضه ، تقدير الكلام ، ولا يجوز بيع الذي ابتاعه حتى يقبضه سواء كان عقارًا أو غيره ، أذن فيه البائع أم لا ، وسواء أعطى المشتري الثمن أم لا ، وحجة ذلك ما روي حكيم بن حزام ، قال : قلت : يا رسول الله إني أبتاع هذه البيوع فما يحل لي وما يحرم علي ، قال : « **يا ابن أخي لا تبيعن شيئًا حتى تقبضه** » ، قال البيهقي : إسناده متصل ، وفيه أحاديث أُخر [١] .

ونقل الجزيري عن الشافعية قولهم : « لا يصح للمشتري أن يتصرف في المبيع قبل قبضه ولو قبض البائع الثمن وأذن في قبض المبيع ، فإذا اشترى شيئًا منقولًا كان أو غيره ولم يستلمه ، ثم باعه وقع البيع باطلًا [٢] .

وروى الإمام الشافعي في الأم عن سفيان بن عيينة عن عمرو بن دينار عن طاوس عن ابن عباس ﷺ قال : « أمَّا الذي نهى عنه رسول الله ﷺ أن يباع حتى يقبض الطعام ، قال ابن عباس برأيه ولا أحسب كل شيء إلا مثله » ، قال الشافعي : وبهذا نأخذ ، فمن ابتاع شيئًا كائنًا ما كان فليس له أن يبيعه حتى يقبضه [٣] .

**الأحناف** : قالوا : من البيع الفاسد بيع الأعيان المنقولة قبل قبضها ، سواء باعها لمن اشتراها منه أو لغيره [٤] . وذكر الإمام الكساني بأنه لا يجوز التصرف في الأثمان قبل القبض إلا الصرف والسلم لما روي عنه ﷺ أنه نهى عن بيع ما لم يقبض وهذا يتناول العين والدين [٥] .

**المالكية** : قالوا : يصح للمشتري أن يتصرف في المبيع قبل قبضه بالبيع ، سواء كان المبيع أعيانًا منقولة أو عينًا ثابتة كالأرض والنخيل ونحوها إلا الطعام كالقمح والفاكهة فإنه لا يصح بيعه قبل قبضه [٦] .

وقال ابن رشد الفقيه المالكي : أمَّا ما كان بيعًا وبعوض فلا خلاف في اشتراط القبض فيه ، وذلك في الشيء الذي يشترط فيه القبض واحد من العلماء .. وعمدة من اشترط

(١) كفاية الأخيار في حل غاية الاختصار للإمام تقي الدين أبي بكر الحسيني الدمشقي الشافعي ، ( ٢٤٧/١ ) .
(٢) الفقه على المذاهب الأربعة ، الجزيري ، ( ٢٣٣/٢ ) .
(٣) الأم للإمام الشافعي ، مرجع سابق ، ( ٦٠/٣ ) .
(٤) الفقه على المذاهب الأربعة ، ( ٢٣٤/٢ ) .
(٥) بدائع الصنائع للكساني ، ( ٢٣٤/٤ ) ، مطبعة الجمالية ، ( ١٩٩١م ) .
(٦) الجزيري ، ( ٢٣٥/٢ ) .

القبض في جميع المعاوضات أنها في معنى البيع المنهي عنه ، وإنما استثنى مالك من ذلك التولية والإقالة والشركة للأثر والمعنى ، أما الأثر فما رواه من مرسل سعيد بن المسيب أن رسول اللّٰه ﷺ قال : « **من ابتاع طعامًا فلا يبعه حتى يستوفيه إلا ما كان من شركة أو تولية أو إقالة** » (١) .

**الحنابلة** : قالوا : يصح التصرف في المبيع بالبيع قبل قبضه إذا كان غير مكيل أو موزون أو معدود أو مذروع ، أمَّا إذا كان كذلك فإنه لا يصح التصرف فيه بالبيع قبل قبضه (٢) .

وبإمعان النظر في هذا النص نجد أنه قد استغرق كل شيء تقريبًا ولا يكاد شيء مما يتداوله الناس في حياتهم بيعًا وشراءً إلا واستوعبته هذه العبارة عدا الأشياء التي ليس في الإمكان حيازتها وإن انتفع بها كضوء الشمس وحرارتها ، وكذلك الأشياء التي لا يمكن الانتفاع بها على وجه معتاد مما لا يعد مالًا وإن أحرزه فعلًا كحفنة من تراب وقطرة من ماء لأن هذا لا يعد مالًا ؛ ذلك أن المال تزول عنه ماليته إذا قل حتى صار لا ينتفع به انتفاعًا معتادًا .

فإذا أضفنا إلى ذلك اشتراط الحنابلة في المعقود عليه أن يكون مملوكًا لبائعه وقت العقد ملكًا تامًّا وأن يكون مقدورًا على تسليمه حال العقد (٣) ، استبان لنا على وجه لا يقبل الشك عدم صحة التصرف في المبيع عندهم قبل القبض ؛ لأن القدرة على التسليم حال العقد تقتضي وجود المبيع عند العقد وجودًا فعليًا .

**رأي الزيدية** : روى الشوكاني في باب نهي المشتري عن بيع ما اشتراه قبل قبضه الأحاديث الستة التي وردت في النهي عن البيع قبل القبض عن جابر وأبي هريرة وحكيم ابن حزام وزيد بن ثابت وابن عمر وابن عباس رضي اللّٰه عنهم أجمعين ، وعلق على حديث ابن عباس والذي فيه أن النبي ﷺ من ابتاع طعامًا فلا يبعه حتى يستوفيه ، قال ابن العباس : ولا أحسب كل شيء إلا مثله .

قال الشوكاني وقوله : ولا أحسب كل شيء إلا مثله ، استعمل ابن عباس القياس ولعله لم يبلغه النص المقتضى لكون سائر الأشياء كالطعام كما سلف ، وهذه إشارة

---

( ١ ) بداية المجتهد ونهاية المقتصد ابن رشد ، ( ٣/١٨٤ ، ١٨٥ ) ، دار الكتب الحديثة .

( ٢ ) الفقه على المذاهب الأربعة للجزيري ، ( ٢/٢٣٦ ) .

( ٣ ) الفقه على المذاهب الأربعة للجزيري ، ( ٢/١٦٦ ) .

صريحة إلى أن النهي عن البيع قبل القبض عام في الطعام وغير الطعام ، وأن التصرف بالبيع قبل القبض باطل (١) .

رأي الظاهرية : يرى ابن حزم أن من ابتاع شيئًا أي شيء كان مما يحل بيعه حاشا القمح فلا يحل له أن يبيعه حتى يقبضه ، وقبضه له هو أن يطلق يديه عليه بأن لا يحال بينه وبينه ، فإن لم يحل بينه وبينه مدة ما قلت أم كثرت ، ثم حيل بينه وبينه بغصب أو غيره حل له بيعه ؛ لأنه قد قبضه : قال ابن حزم : فإن قيل فقد رويتم من طريق مالك عن عبد اللّه بن دينار عن ابن عمر قول رسول اللّه ﷺ : « **من ابتاع طعامًا فلا يبعه حتى يقبضه** » .

ومن طريق سفيان بن عيينة عن عمرو بن دينار عن طاوس عن ابن عباس أمَّا الذي نهى عنه رسول اللّه ﷺ أن يباع حتى يقبض فهو الطعام .

قال ابن عباس برأيه ولا أحسب كل شيء إلا مثله قلنا : نعم هذان صحيحان إلا أنهما بعض ما في حديث حكيم بن حزام ، وحديث حكيم دخل فيه الطعام وغير الطعام فهو أعم فلا يجوز تركه ؛ لأن فيه حكمًا ليس في خبر ابن عباس وابن عمر (٢) .

**رأي الظاهرية** : هو عدم جواز بيع الإنسان ما اشتراه قبل قبضه وأن هذا عام في الطعام وغير الطعام (٣) .

وقد ذكر صاحب سبل السلام حديث ابن عمر والذي فيه أن رسول اللّه ﷺ نهى أن تباع السلع حيث تبتاع ؛ حتى يحوزها التجار إلى رحالهم ، وقال : إن الحديث دليل على أنه لا يصلح من المشتري أن يبيع ما اشتراه قبل أن يحوزه إلى رحله ، والظاهر أن المراد به القبض لكنه عبر عنه بما ذكر ، لما كان غالب قبض المشتري الحيازة ، وروي أيضًا حديث حكيم بن حزام والذي فيه : إذا اشتريت شيئًا فلا تبعه حتى تقبضه ، وحديث ابن عباس ، ثم قال : فدلت الأحاديث أنه لا يجوز بيع أي سلعة شُريت

---

(١) نيل الأوطار للشوكاني ، ( ٥/١٦٠ ) .

(٢) ابن حزم ، المحلى ، ( ٨/٥١ ، ٥١٧ ) ، مسألة ( ١٥٠٨ ) .

(٣) وإذ ذهب صاحب كتاب معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية إلى إجازة ابن حزم لكل السلع عدا القمح قبل القبض فقد كان استدلاله باطلًا ، ولينتهي إلى أن البيع على المكشوف والذي وصفه أراذل اليهود والنصارى أنه من قبيل القمار ، أنه جائز شرعًا .

إلا بعد قبض البائع لها واستيفائها .

قال : وذهب قوم إلى أنه يختص هذا الحكم بالطعام لا غيره من المبيعات ، والجواب : إن ذكر حكم الخاص لا يخص به العام وحديث حكيم عام ؛ فالعمل عليه وإليه ذهب الجمهور [١] .

فلا غرو والأمر كذلك أن استدل الجزيري على أن بيع « الكنتروتات » المعروفة في زماننا إذا وقع في الأعيان المنقولة كأن يشتري القطن ، ثم يبيعه قبل قبضه لمن اشتراه منه أو لغيره سواء كان بثمنه أو أقل منه فإنه فاسد [٢] .

**رابعًا : حكم الكالئ بالكالئ في الفقه الإسلامي :**

لما كانت البيوع الآجلة في أسواق الأوراق المالية لا تترتب عليها آثارها عند إنشاء العقد ، فلا البائع يملك المبيع للمشتري ولا المشتري يملك الثمن للبائع ، وإنما يتأخر تسليم الثمن والمثمون إلى أجل محدد ؛ لذلك فإن التكييف الشرعي لهذه البيوع والذي يطابقها من جميع الوجوه أنها من قبيل بيع الكالئ بالكالئ .

والكالئ لغة كما ورد في مختار الصحاح : هو النسيئة ، وقد ذكر الرازي الحديث الذي روي عن نهيه ﷺ عن بيع الكالئ بالكالئ فقال : وهو بيع النسيئة بالنسيئة [٣] .

وقال صاحب لسان العرب : « وكلأ الدين تأخر ، والكالئ والكلأة النسيئة والسلفة ، وذكر حديث رسول الله ﷺ وفسره بما قاله أبو عبيدة أنه يعني النسيئة بالنسيئة » [٤] . وذكر الشوكاني الحديث الذي رواه ابن عمر والذي فيه أن النبي ﷺ نهى عن بيع الكالئ بالكالئ ، فقال : قال الحاكم عن أبي الوليد حسان : هو بيع النسيئة بالنسيئة ، وفيه دليل على عدم جواز بيع الدين بالدين وهو إجماع كما حكاه أحمد [٥] .

وروى صاحب سبل السلام الحديث ، قال : والحديث يدل على تحريم ذلك ، وإذا وقع يكون باطلًا [٦] .

---

(١) سبل السلام للإمام الصنعاني ، ( ٨٠٨/٣ ) ، مكتبة عاطف .

(٢) الفقه على المذاهب الأربعة ، ( ٢٣٤/٢ ) .

(٣) مختار الصحاح ، مادة ( كلأ ) .          (٤) لسان العرب لابن منظور ، مادة ( كلأ ) .

(٥) نيل الأوطار للشوكاني ، ( ١٥٦/٥ ، ١٥٧ ) ، باب النهي عن بيع الدَّين بالدَّين .

(٦) سبل السلام للصنعاني ، ( ٨٥٨/٣ ) .

وذكر ابن القيم في مؤلفه القيم « إعلام الموقعين » أنه قد ورد النهي عن بيع الكالئ بالكالئ وقال : والكالئ هو المؤخر الذي لم يقبض كما لو أسلم شيئًا في شيء في الذمة ، وكلاهما مؤخر ، فهذا لا يجوز بالاتفاق وهو بيع كالئ بكالئ (١) .

وذكر ابن عبد البر في الكافي أنه مما نهى عنه الكالئ بالكالئ وهو الدَّين بالدَّين ، قال وهذا باب يشيع ويتشعب وتكثر فروعه على مذهب مالك وأوصى به (٢) .

وقد ذكر صاحب بداية المجتهد ونهاية المقتصد إجماع الفقهاء على عدم جواز بيع الدَّين بالدَّين ، فقال : أمَّا بالنسيئة بين الطرفين فلا يجوز بإجماع لا في العين ولا في الذمة ؛ لأنه الدين بالدين المنهي عنه (٣) .

وذكر ابن المنذر في كتاب الإجماع أنهم قد أجمعوا على أن بيع الدين بالدين لا يجوز (٤) .

وقال صاحب المغني : بيع الدين بالدين لا يصح وذلك بالإجماع (٥) .

ويبين مما تقدم أن الكالئ بالكالئ منهي عنه بالسنة الشريفة وبإجماع الفقهاء وأنه يصدق على البيوع الآجلة في أسواق الأوراق المالية ، والتي ينسأ فيها تسليم العقود عليه كما ينسأ فيها تسليم الثمن ، وهو الأمر الذي نقطع معه مطمئنين بحرمة هذا النوع من البيوع .

**خامسًا : بدل التأجيل وحكمه في الفقه الإسلامي :**

تقدم القول في موضع سابق أن لكل من المتعاقدين في أسواق البيوع الآجلة أن يؤجل الموعد المحدد لتنفيذ العقد والمصطلح على تسميته في البورصات بموعد التصفية إلى موعد لاحق ، ويتم ذلك كما سبق أن أوضحنا بنقل مركزه إلى غيره من المضاربين أو الممولين الراغبين في تثمير أموالهم مقابل فائدة تسمى ببدل التأجيل ؛ حيث يقوم هذا الممول باستلام الأوراق المالية بدلًا من المضارب ودفع قيمتها نقدًا حسب سعر التصفية ، ثم يبيعها إلى المضارب الراغب في تأجيل مركزه آجلًا مقابل الحصول على زيادة في قيمة

(١) إعلام الموقعين عن رب العالمين ، ابن القيم الجوزية ، ( ١/٣٥٠ ) .
(٢) الكافي في فقه أهل المدينة المالكي ، مرجع سابق ، ( ص ٣٦٤ ) .
(٣) بداية المجتهد ونهاية المقتصد ، مرجع سابق ، ( ٢/١٥٧ ) .
(٤) الإجماع لابن المنذر ، مرجع سابق ( ص ٥٣ ) .
(٥) المغني لابن قدامة ، مسألة ( ٣١٩٢ ) ، ( ٤/٢٢٤ ) .

القرض مشروطة ، ومحددة زمنًا ومقدارًا ، وترتبط بمدة التأجيل فتزيد بزيادتها وتقل بقصرها وتعرف هذه الزيادة ببدل التأجيل .

وقد أجمع العلماء أن الزيادة في الدين نظير الأجل من قبيل الربا المحرم شرعًا بنص الكتاب ، وأن من ينكره أو يماري فيه فإنما ينكر أمرًا قد عُلم من الدين بالضرورة (١) .

وقد ذكر صاحب المغني في هذا المعنى أن كل قرض شرط فيه أن يزيده فهو حرام بغير خلاف (٢) .

وذكر ابن المنذر في إجماعاته إجماع الفقهاء على أن المسلف إذا شرط عشر السلف هدية أو زيادة فأسلفته على ذلك ، أن أخذه الزيادة ربا (٣) .

ويبين مما تقدم أن بدل التأجيل هو من قبيل ربا النسيئة المحرم شرعًا بالكتاب والسنة والإجماع .

ونخلص من ذلك كله أن البيع البات في أسواق البيوع الآجلة والذي لا يترتب عليه تمليك المبيع للمشتري ولا الثمن للبائع عند إنشاء العقد ويتأخر فيه تسليم الثمن والمثمن إلى يوم التصفية المحدد لتنفيذ العقد غير جائز من جميع الوجوه عند جمهور الفقهاء ، ولذات الأسباب التي تقدم تفصيلها والتي يمكن إيجازها فيما يلي :

١ - العقود المضافة إلى أجل التي يتم إنشاؤها في أسواق البيوع الآجلة لا تفيد التمليك في الحال ؛ لذلك كانت صيغة العقد غير مؤدية لإحداث آثاره وأحكامه التي رتبها الشارع وكانت غير محققة لهذا المقتضى ؛ لذلك فإنها لا تدل على العقد فلا ينعقد بها ، وقد ذكرنا اتفاق الفقهاء على عدم جواز بيع الأعيان إلى أجل إلا في السلم .

٢ - إن هذه البيوع تنطوي على بيع الإنسان ما ليس عنده ، وجمهور الفقهاء على عدم انعقاد هذا البيع .

٣ - لما كان البيع في أسواق البيوع الآجلة يقوم في أغلبه على بيع الإنسان ما اشتراه قبل أن يقبضه وهو ما يسمى في البورصات بالبيع على المكشوف ؛ فقد استبان لنا من

(١) بحوث في الربا ، الإمام محمد أبو زهرة ، ( ص ١٨ ) ، دار الفكر العربي .

(٢) المغني لابن قدامة ، ( ٣٦٠/٤ ) ، مرجع سابق .

(٣) الإجماع لابن المنذر ، مرجع سابق ، ( ص ٩٥ ) مسألة ( ٥٠٨ ) .

العرض المتقدم أن الجمهور على عدم جواز هذا النوع من البيوع .

٤ - لما كانت البيوع التي تجري في هذه الأسواق يتأجل فيها تسليم المبيع كما يتأجل فيها تسليم الثمن كانت من قبيل النسيئة بالنسيئة ، ودخلت بالتالي في معنى بيع الكالئ بالكالئ المنهي عنه شرعًا بإجماع الفقهاء .

٥ - جرت العادة على أن يقوم المضارب بتأجيل مركزه إلى تاريخ لاحق إذا لاح له تعرضه لخسائر في موعد التصفية وذلك مقابل سداده لمبلغ من المال يسمى ببدل التأجيل لمن ينقل إليه مركزه ، سواء كان مضاربًا يرغب في تأجيل التسليم أو ممولًا يرغب في تثمير أمواله .

وحيث إن بدل التأجيل يمثل زيادة مشروطة على أصل القرض محدد زمنًا ومقدارًا يدفعها المستقرض ، وهو المضارب للمقرض وهو الممول لذلك ، فإن بدل التأجيل بهذا المعنى من ربا النسيئة المحرم شرعًا ؛ الأمر الذي يستفاد منه فساد هذه البيوع من جميع الوجوه .

**توصيات مجمع الفقه الإسلامي :**

وقد جاء ضمن توصيات المجمع الفقهي الإسلامي لرابطة العالم الإسلامي في شأن هذه البيوع ما يلي (١) :

**خامسًا** : إن العقود الآجلة بأنواعها التي تجري على المكشوف أي على الأسهم والسلع التي ليست في ملك البائع بالكيفية التي تجري في السوق المالية غير جائزة شرعًا ؛ لأنها تشتمل على بيع الشخص ما لا يملك اعتمادًا على أنه سيشتريه فيما بعد ويسلمه في الموعد ، وهذا منهي عنه شرعًا لما صح عن رسول الله ﷺ : « **لا تبع ما ليس عندك** » ، وكذلك ما رواه أحمد وأبو داود بإسناد صحيح عن زيد بن ثابت ﷺ أن النبي ﷺ نهى أن تباع السلع حيث تبتاع حتى يحوزها التجار إلى رحالهم .

**سادسًا** : ليست العقود الآجلة في السوق المالية من قبيل بيع السلم الجائز في الشريعة الإسلامية وذلك للفرق بينهما من وجهين :

(١) المجمع الفقهي الإسلامي لرابطة العالم الإسلامي بمكة المكرمة ، الدورة السابعة للمجمع ، صدر القرار التالي سنة ( ١٤٠٤هـ ) حول سوق الأوراق المالية والبضائع ، نقلًا عن كتاب المعاملات المالية المعاصرة في ميزان الفقه الإسلامي ، د. علي أحمد السالوس ، الطبعة الثانية ، مكتبة الفلاح ، الكويت ، ( ص ٤٥٢ ) .

أ - في السوق المالية لا يدفع الثمن في العقود الآجلة في مجلس العقد وإنما يؤجل دفع الثمن إلى موعد التصفية ، بينما الثمن في بيع السلم يجب أن يدفع في مجلس العقد .

ب - في السوق المالية تباع السلعة المتعاقد عليها ، وهي في ذمة البائع الأول وقبل أن يحوزها المشتري الأول عدة بيوعات ، وليس الغرض من ذلك إلا قبض أو دفع فروق الأسعار بين البائعين والمشترين غير الفعليين ، مخاطرة منهم على الكسب والربح كالمقامرة سواء بسواء ، بينما لا يجوز بيع المبيع في عقد السلم قبل قبضه .

## المطلب الثالث : البيوع الآجلة الخيارية الشرطية :

**عقود الامتيازات** ( Option Contracts ) :

الأدوات المالية التقليدية التي يجري التعامل عليها في أسواق الأوراق المالية لم تكن نهاية المطاف في عالم التمويل والاستثمار ؛ فثمة أدوات مالية أكثر إثارة ( More exciting ) قدمها الفكر الرأسمالي الغربي لمن يبتغي التعامل في هذه الأسواق من عاشقي المضاربة وبائعي المخاطرة ، ومن يبيعون على المكشوف وليس لديهم ما يبيعونه ، ومن يشترون بلا مال يبذلونه ، وتتمثل هذه الأدوات في العقود التي يجري بيعها في سوق الامتيازات ( Option Market ) والتي يروق لبعض الكتاب تسميتها البيوع أو العمليات الشرطية الخيارية (١) .

والامتياز عقد يعطي مشتريه الحق في شراء أو بيع عدد معين من الأسهم أو السندات في خلال فترة زمنية محددة مسبقًا ( Predetermined time ) وبسعر معين هو عادة السعر السائد في السوق وقت صدور العقد ( Striking price ) ، فإذا كان العقد « امتياز شراء Call Option » صار لحامله حق شراء المعقود عليه خلال فترة العقد .

---

(١) قديمًا دعت الحاجة إلى عقود الامتيازات ؛ فاستخدمت لأول مرة في هولندا لأغراض تجارية ، وكان ذلك سنة ( ١٦٣٤م ) ؛ حيث كانت تجري المضاربات في ذلك الحين على أشجار وبصيلات التوليب ( Tulip bulbs ) وهي نباتات من الفصيلة الزنبقية ؛ فحينما كان يقوم أحد البائعين بشحن هذه البصيلات فإنه كان يسارع في نفس الوقت للحصول على عقد امتياز من أحد المزارعين يخوله حق الحصول على كمية مماثلة للكمية المشحونة ، فإذا ما فقدت الشحنة الأولى أثناء النقل فإن الشاحن كان يستعيض عنها بتلك البصيلات التي تعاقد عليها ، وذلك باستخدام عقد الامتياز ( Option Contract ) أمّا إذا وصلت الشحنة سالمة فإنه لا يخسر شيئًا سوى ثمن العقد الذي اشتراه ( Charles Amos Dice, op cit., p. 244 ) .

وإذا كان العقد امتياز بيع ( Put option ) صار لحامله حق بيع المعقود عليه خلال فترة العقد ، إلا أن هذا الحق لا يقابله التزام على حامل الامتياز سواء كان بائعًا أو مشتريًا ؛ لذلك يوصف هذا الحق أو الامتياز في كافة المراجع الأجنبية بأنه حق وليس التزام ( it is a right & no an obligation ) ويعد ذلك من أهم وجوه الاختلاف بين بيع الامتيازات والبيع الآجل البات (١) .

ليس هذا فحسب ؛ بل إن لمشتري عقد الامتياز أن يبيع هذا الحق لمن يشاء خلال فترة سريانه إذا ما رأى في ذلك مصلحة له .

ونتناول فيما يلي مختلف أنواع العقود التي تتعلق بهذا النوع من البيوع ، لا من وجهة نظر الباحث وإنما من وجهة نظر المؤلفات والمراجع العربية التي تصدت لهذا الموضوع باتفاق شبه كامل فيما بينها من حيث الشكل أو المضمون (٢) ، تحت عنوان العمليات الخيارية الشرطية في بورصات الأوراق المالية ، وعلى الرغم من أن هذه الكتابات لا تسلم من نقد ولا تخلو من نقيضه ؛ فقد نهل منها المتخصصون واجتمع عليها الباحثون والدارسون ؛ الأمر الذي لا يجد معه الباحث بدًّا من عرضه لآرائهم ، ثم نتناول بعض ما تضمنته بالتفنيد .

**العمليات الخيارية الشرطية :**

تنقسم العمليات الخيارية الشرطية إلى ثلاثة أنواع :

١ - عمليات شرطية بسيطة .

٢ - عمليات شرطية مركبة أو خيارية مزدوجة .

---

(١) ولأن عقد الامتياز حق لا يقابله التزام ؛ فقد كان ذلك من أهم وجوه الاختلاف بين بيع الامتياز والبيع الآجل البات ، وهو ما عبر عنه « كينيث جراباد » بقوله : Option contracts differ from future contracts because they separate the rights & obligatios which are bounded together in a further contract. Garbade, sec. markets p. 369 .

(٢) فايق كامل ، طرق التجارة في أعمال البورصات ، يس عبد السيد ، بورصة العقود للقطن بالإسكندرية ، إبراهيم أبو العلا ، بورصات الأوراق المالية والقطن ، عبد العزيز مهنا ، الأسواق وتصريف المنتجات ، مليكة عريان ، عمليات بورصة الأوراق المالية والبضاعة الحاضرة ، مراد كاظم ، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية ، موسوعة اتحاد البنوك الإسلامية ، د. أحمد يوسف سليمان ، رأي التشريع الإسلامي في مسائل البورصة .

٣ – عمليات مضاعفة .

**العمليات الشرطية :**

**تعريف العملية الشرطية :**

هي العملية التي يتوقف تنفيذها على شرط يتفق ومصلحة أحد المتعاقدين ويراد بهذا الشرط إما تحديد قيمة الخسارة على أحدهما بدفعه مبلغ معينًا يطلق عليه « تعويض » ، وإمَّا زيادة أرباحه إذا جاءت تقلبات الأسعار بما يوافق مصلحته ، وهي تختلف عن العمليات الثابتة أو العادية بأن ربحها غير محدود وخسارتها تقف عند حد التعويض المدفوع .

أمَّا الذي يقبض هذا المبلغ من التعويض فإن ربحه مقصور عليه خسارته غير محدودة لتوقفها على تقلبات الأسعار (١) .

وتنقسم العمليات الشرطية إلى ثلاثة أقسام بسيطة ومركبة ومضاعفة :

**١ – العمليات الشرطية البسيطة :**

عرفها البعض بأنها التي تتضمن عقدها شرطًا يجيز لأحد المتعاقدين أن يفسخ العقد في الأجل المضروب أو قبله مقابل مبلغ من المال يدفعه مقدمًا منذ يوم التعاقد ولا يرد إليه في حال من الأحوال ، والغرض منه أن يحصر المضارب خسارته منذ البدء في هذا المبلغ ، سواء كان شاريًا أو بائعًا (٢) .

وعرفها البعض الآخر بأنها التي يكون فيها للمضارب حق فسخ العقد في ميعاد التصفية أو قبله إذا تقلبت الأسعار في غير صالحه ، أو ينفذ العملية إذا رأى تقلب الأسعار لصالحه ، وفي مقابل ذلك يدفع المضارب تعويضًا ، وهو مبلغ يتفق عليه يُدفع ولا يُرد إليه (٣) .

---

(١) حسين تيمور بك ، البورصة وتجارة القطن ، ( ص ١٩١٧ ) ، دار الكتب المصرية .

(٢) حسين تيمور بك ، مرجع سابق .

(٣) د. أحمد يوسف سليمان ، التشريع الإسلامي في مسائل البورصة ، موسوعة اتحاد البنوك الإسلامية ، ( ج٥ ) . « وقد تناول صاحب رسالة عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية تعريف هذه العمليات على النحو الذي تتجه إليه المراجع الأجنبية دون إشارة منه إلى وجوه التباين في أساليب تنفيذ العمليات في الدول الأوروبية عن الولايات المتحدة الأمريكية ، فقال : إن العمليات الآجلة بشرط التعويض هي العمليات التي يلتزم كل من البائع والمشتري بتصفيتها في تاريخ معين ، على أنه يحق لأحد الطرفين عدم =

**٢ - العملية الشرطية المركبة أو الخيارية المزدوجة :**

عرفها البعض بأنها العملية التي تجعل لأحد المتعاقدين الحق والخيار في أن يكون شاريًا أو بائعًا لمقدار معين في ميعاد معين ، أو أن يفسخ العقد في الأجل المضروب أو قبله بشرط أن يدفع تعويضًا عند التعاقد يكون عادة ضعف التعويض الذي يدفع في العملية الشرطية البسيطة ، والمضارب الذي يدفع التعويض يراقب تقلبات الأسعار ليغتنم فرص الصعود والنزول (١) .

وعرفها البعض بأنها التي يكون فيها للمضارب الحق في أن يكون مشتريًا أو بائعًا ، أو أن يفسخ العقد إذا رأى أيًا من ذلك في مصلحته عند التصفية أو قبلها (٢) .

**٣ - العمليات المضاعفة :**

وفيها يكون للمضارب الحق في مضاعفة الكمية التي اشتراها أو باعها ، وذلك بسعر يوم التعاقد إذا رأى أن التصفية في صالحه ، وفي مقابل ذلك يدفع تعويضًا مناسبًا يتفق عليه ولا يرد إلى دافعه ، وتختلف قيمة هذا التعويض باختلاف نسبة الكمية المضاعفة (٣) ، ولهذه العملية سعران وللمتعامل الخيار في الشراء بالسعر الأعلى أو البيع بالسعر الأدنى ؛ فالمتعاملون في هذه العمليات يعتقدون أنه سيحدث تغيير كبير في أسعار الأوراق المالية ارتفاعًا أو هبوطًا بينما يعتقد بائعو الأوراق المالية أن الأسعار لن يطرأ عليها تغيرًا كبيرًا وأن السوق ستبقى هادئة (٤) .

ونعرض فيما يلي لمختلف أنواع عقود الامتيازات وماهيتها من وجهة نظر الكتاب الغربيين الذين نشأت وتداولت في أحضان أسواقهم هذه العقود ؛ الأمر الذي سيقتضي منا أن نعرض لبعض ما جاء في مراجعهم في صلب هذا البحث إمعانًا في الدقة وتصويبًا للمفاهيم وإبرازًا لوجوه التباين والاختلاف مع ما سبق أن تناولناه .

---

= تنفيذ العملية وذلك مقابل تخليه عن مبلغ من المال متفق عليه مسبقًا للتعويض عن عدم تنفيذ العملية ، ويسمى اليوم الذي يسبق تاريخ التصفية بيوم جواب الشرط ، فإما أن ينفذ ( المشتري أو البائع ) الصفقة فيرفع التعويض ، أو يتنازل عن تنفيذ الصفقة فيقال إنه تنازل عن التعويض .

(١) حسين تيمور بك ، مرجع سابق .

(٢) د. أحمد يوسف سليمان ، مرجع سابق .

(٣) المرجع السابق .

(٤) أحمد محيي الدين ، عمل شركات الاستثمار الإسلامية ، مرجع سابق ، ( ص ١٢٥ ) .

يقسم بعض الكتاب عقود الامتيازات إلى نوعين رئيسين فقط هما : عقد امتياز البيع ، وعقد امتياز الشراء .

( There are two basic types of options : the put option and the call option ) (١) .

بينما يقسم بعض الكتاب هذه العقود إلى أربعة أنواع :

( Four types of privileges are employed, the put, the call, the spread and the straddle ) (٢) .

والتقسيم الذي وقع عليه اختيار الباحث هو الذي تم استخلاصه من مختلف التعريفات ، وهذا التقسيم يقف عند حدود الأصول وفروعها ، فلا يهمل أحد أصولها ولا يتجاوزها إلى ما يتفرع عن فروعها .

**أنواع عقود الامتيازات :**

١ - عقد امتياز شراء ( Call option ) .

٢ - عقد امتياز بيع ( put option ) .

٣ - عقد امتياز مزدوج ( Call & put opt ion ) ( Double option )

ويتفرع من هذا العقد نوعين :

أ - عقد امتياز مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع ( Spread ) .

ب - عقد امتياز مزدوج لا يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع ( Straddle ) .

٤ - عقد امتياز بمضاعفة الكمية ( Option to double ) .

وينقسم هذا بدوره إلى قسمين :

أ - عقد امتياز بيع مقترن بحق مضاعفة الكمية ( Put - of - more option ) .

ب - عقد امتياز شراء مقترن بحق مضاعفة الكمية ( Call - of - more option ) .

**أولًا : عقد امتياز الشراء** ( The call option ) :

عرَّفه البعض بأنه عقد قابل للتداول يمنح مشتريه امتيازًا بشراء عدد معين من الأسهم لفترة زمنية معينة وبسعر معين .

---

( ١ ) Jack Clark Francis, Management of Investment Ch. 25, p. 634.

( ٢ ) Dice Eiteman, The Stock Market op. cit, p. 245.

( A call is a contract, negotiable in form giving the purchaser the privilege of purchasing a given number of shares of stock for a certain of time at a certain price ) [1] .

وفي تعريف آخر وأخيرًا لامتياز الشراء أورده دوتش بنك ( Deutch Bank ) أن مشتري امتياز الشراء يكتسب الحق في أن يشتري من بائع امتياز الشراء ، بمعنى أن يطلب من بائع الامتياز أن يسلم الأسهم محل هذه العملية بالسعر المتفق عليه ( وهو غالبًا سعر السوق ) .

( The buyer of a call option acquires the right to purchase from the seller of the call option ,i.e.to demand That the option - seller deliver the shares underlying the transaction at the agreed striking price ) [2] .

**وجوه استخدام امتيازات الشراء :**

١ - يجري شراء « امتيازات الشراء » ( calls ) من جانب أولئك الذين يتوقعون ارتفاع أسعار الأسهم في السوق ، وهو ما يعبر عنه باستخدام الامتيازات في عمليات المتاجرة أو المضاربة ( The use of privileges in trading ) .

٢ - تستخدم امتيازات الشراء فيما يعرف بعمليات التغطية ( Hedging ) أو التحوط أو التأمين ، ومثال ذلك : التاجر الذي يبيع على المكشوف مائة سهم من أسهم إحدى الشركات بسعر ( ١٢٠ ) دولار وهو يتوقع انخفاض أسعارها في السوق ، فإنه لكي يؤمن نفسه ضد الخسائر ( To insure himself against loss ) يقوم بشراء امتياز شراء ( A call option ) من السوق ، فإذا فرضنا أن تكلفة شراء هذا الامتياز تبلغ ( ٣٥٠ ) دولار ؛ بواقع ( ٣,٥ ) دولار عن كل سهم ، فإذا انخفض السعر إلى ( ١١٠ ) دولار ، فإنه يحقق ربحًا إجماليًا من الأسهم المباعة على المكشوف قدره ( ١٠٠٠ ) دولار ، فإذا كان عليه أن يدفع بخلاف ثمن شراء الامتياز وهو ( ٣٥٠ ) دولار ما قيمته ( ٥٠ ) دولار عمولة وساطة ( Commission ) ، ( ٥٠ ) دولار ضريبة على البيع والشراء ( Taxes ) فإن صافي ربحه في هذه الحالة يبلغ ( ٥٥٠ ) دولار وهي عبارة عن :

١٠٠٠ د - ( ٣٥٠ د + ٥٠ د + ٥٠ د ) .

( ١ ) Fredrick Amling, Investments op. cit. p. 245.

( ٢ ) From, Trading & Administration of Securities Deutshe Bank p. 81.

أمّا لو ارتفع السعر خلافًا لتوقعاته إلى ( ١٢٦ ) دولار ، فإن بوسعه استخدام امتياز الشراء في تغطية عملية البيع على المكشوف ، والتي تمت بسعر ( ١١٠ ) دولار للسهم ، وفي هذه الحالة فإن خسارته سوف تتحدد في ثمن شراء امتياز الشراء فضلاً عن عمولة الوساطة والضرائب ، ويشجع بعض المضاربين قيام المضارب بشراء امتياز شراء في نفس الوقت الذي يبيع فيه على المكشوف ( some traders advocate buying a call as soon as one sells short ) [١].

٣ - يستخدم امتياز الشراء كوسيلة لقهر الأسعار والتلاعب بالسوق .

( The call is used to manipulate on the short side of the market ) [٢] .

مثال : إذا لجأ أحد كبار التجار إلى البيع على المكشوف وهو يتوقع انخفاض السعر ، فإن غيره من التجار غالبًا ما يحاكونه في هذا السلوك باعتباره قائدًا ؛ الأمر الذي يترتب عليه اتجاه السعر إلى الهبوط .

( Since he is a leader, many trades will sell short, thus aiding the decline ) .

وعلى الرغم من ذلك فلأن هذا التاجر يتوجس خيفة من تقلبات السوق وتغير اتجاهات الأسعار فإنه يلجأ إلى وسيلة أخرى من شأنها المساعدة في استمرار انخفاض السعر والتربح أيضًا من ورائها ، وذلك ببيعه لامتيازات شراء بثمن زهيد يغري المشترين على الشراء رغم كونه غير راغب في تسليم الأوراق في مثل هذه الظروف فإن أحدًا لن يطالبه بتسليم الأوراق ما لم يرتفع سعرها .

ومحصلة هذه العمليات من جانب التاجر هو حصوله على فرق السعر في العملية الأولى وثمن بيع الامتياز في العملية الثانية [٣] .

**مخالفة عقد امتياز الشراء لكافة أنواع العقود :**

لعله من المفيد حقًّا أن نتوقف قليلاً عند مسألة بدهية ، غفل عن ذكرها الكتاب العرب المتخصصون ولم يتنبه إليها في بحوثهم ورسائلهم الدارسون والباحثون ، رغم ما لها من أهمية تفوق كل ما كتب في هذا الموضوع ، وهذه باختصار أن كل مكسب يحققه أحد أطراف العقد يمثل خسارة للطرف الآخر ، وبمعنى آخر فإن مكسب مشتري

( ١ ) Charles Amos Dice & Eiteman,Stock Exchange, op. cit p. 257.

( ٢ ) Ibid, p. 525.

( ٣ ) Dice & Eiteman, op cit, p 252.

العقد هو ذاته خسارة بائعه ، والمكسب الذي يحققه البائع هو ذاته خسارة المشتري ؛ لذلك فإن هذا العقد الذي يترتب على انتفاع أحد طرفيه مضرة الطرف الآخر يخالف كافة العقود المتعارف عليها شرعًا وقانونًا ولا يشبه في ذلك أو ما يماثله من كل وجه سوى ما كان على سبيل القمار .

**ثانيًا : عقد امتياز البيع** ( put option ) :

عرفه البعض بأنه : عقد قابل للتداول يعطي لمشتريه أو لحامله امتيازًا بأن يسلم إلى بائعه في خلال فترة زمنية معينة عددًا معينًا من أسهم شركة معينة بسعر محدد في العقد .

( A put is a contract, negotiable in form, giving the purchaser holder the privilege of delivering to the maker, for a specified length of time a given number of shares of a certain stock at a price fixed by the contract ) (١) .

وعرفه فرانسيس هيرست بأنه : عقد على دفع مبلغ معين من المال مقابل حق مشتري الامتياز في أن يبيع لبائعه عددًا معينًا من ورقة مالية معينة من تاريخ معين بالسعر المسمى في العقد .

( The put is a contract to pay money for the right to sell a certain security on a given date at a named price ) .

وعرفه دوتش بنك بأنه : العقد الذي يخول لمشتريه الحق في أن يبيع إلى بائع الامتياز ، أي أن يسلم إليه – في أي وقت خلال فترة الامتياز وبسعر التعاقد المتفق عليه – الأسهم موضوع هذه المعاملة .

( In the case of a put option, the purchaser acquirers the right to sell to the seller ( option seller ) i.e, to deliver to him at any time during the option period & at the agreed striking price, the shares forming the object of the transaction ) (٢) .

**وجوه استخدام امتيازات البيع :**

١ – يجري شراء امتيازات البيع من جانب أولئك الذين يتوقعون انخفاض أسعار الأوراق محل التعاقد .

---

( ١ ) Francis Hirts. op. cit ( 2 ) Di Eiteman, op. cit, p. 246.

( ٢ ) From Trading & Administration of Securities Deutschc Bank, p. 81

( Puts are purchased by those who think a stock may go down ) [١] .

وهو ما يعبر عنه باستخدام الامتيازات في المتاجرة أو المضاربة :

( the use of privileges in trading ) .

٢ - تستخدم كبديل لعمليات البيع على المكشوف ( Short sale ) : وتفصيل ذلك أنه لما كان أمام المضارب الذي يتوقع انخفاض السعر أن يبيع على المكشوف أو أن يشتري امتياز بيع ، فإنه قد يفضل الأسلوب الأخير على الأسلوب التقليدي وهو يتوقع أنه سيكون بمقدوره أن يشتري الأسهم بسعر منخفض ويسلمها لبائع الامتياز بسعر التعاقد محققًا الفرق بين السعرين .

( If the trader believes there is adrop in the price of certain stocks just ahead, he will buy a put instead of following the usual method of selling short ) [٢] .

٣ - يستخدم في التأمين ضد المخاطر: فالتاجر الذي يقوم بشراء ورقة مالية معينة وهو يأمل أن يرتفع سعرها فيما بعد ليبيعها بسعر أعلى ويغتنم الفرق بين السعرين ، وقد يتحوط في ذات الوقت من أي هبوط في السعر بشراء امتياز بيع لتغطية عملية الشراء ، ومن شأن هذا الامتياز أنه يمكنه من بيع الورقة بذات سعر شرائها . هذا في حالة الانخفاض ؛ أمَّا لو ارتفع السعر فلن يكون في حاجة إلى استخدام امتياز البيع ويخسر ثمن شراء الامتياز ويربح الفرق بين سعر التعاقد وسعر السوق .

( A person who buys a stock hoping to sell later at a higher price may also buy a put as a hedge against a fall in price. the put enables him to sell the stock at the price for which he bought it ) [٣] .

٤ - المناورة في السوق للتأثير على الأسعار ( Manipulation of stock ) فلو أن أحد كبار التجار المتعاملين في السوق كان لديه كمية كبيرة من ورقة مالية معينة ويرغب في تصعيد سعرها ، فإن أمامه في هذه الحالة أن يبيع إلى الغير امتيازات بيع ( put option ) وبثمن زهيد ؛ بمعنى أنه سيكون ملتزمًا أمام الشاري للامتياز بشراء الأوراق محل التعاقد إذا ما طلب إليه شاري الامتياز ذلك ، إلا أنه غالبًا ما يكون على ثقة أن أحدًا لن يطالبه بتنفيذ العقد واستلام الأوراق ، ولكن على النقيض من ذلك فإنه يتوقع

---

( ١ ) Encyclopedia America Glossary of Stock Market Terms, p. 725.

( ٢ ) Dice Eiteman op. cit p. 250.

( ٣ ) The low encyclopedia Britannica. op. cit vol. 16 p. 451, Material Security Trading.

أن ترتفع أسعار هذه الأوراق . وتفصيل ذلك أن تصرفات كبار المتعاملين تكون دائمًا محل نظر واعتبار من جانب صغار المتعاملين ؛ ولذلك فإنهم يقومون على سبيل الاقتداء بشراء الأوراق التي كانت محل امتيازات للبيع والموجودة في السوق على أمل ارتفاع أسعارها ، ومؤدى هذا المسلك والذي يتمثل في زيادة الطلب أن ترتفع أسعار هذه الأوراق بالفعل [١] .

وقد يكون من المناسب هنا الإشارة إلى أن امتيازات البيع والشراء غالبًا ما لا يتم تنفيذها ، وأن معظم المشترين لامتيازات الشراء وكذا امتيازات البيع يؤثرون بيع هذه الامتيازات للغير بدلًا من تنفيذها ، والمقصود ببيع وشراء عقود الامتيازات هو بيع أو شراء الحق ذاته ؛ فمن اشترى حق البيع أو الشراء له أن يبيع هذا الحق لغيره .

**وجوه اختلاف امتياز البيع عن مختلف العقود :**

امتياز البيع شأنه شأن امتياز الشراء من حيث مخالفته لسائر العقود التي يستهدف أطرافها تحقيق مصالح متبادلة وشبه متوازنة ؛ حيث تتعارض في هذا النوع من العقود مصلحة المتعاقدين تعارضًا بينًا ؛ فما كان منفعة لأحد الأطراف يمثل مضرة للطرف الأخر ؛ ولذلك كانت أرباح مشتري الامتياز تمثل خسارة بائع هذا الامتياز وهو ما عبر عنه أحد الكتاب الغربيين بقوله :

( The profit for the put buyer are losses for the writer of the put ) [٢] .

وتفصيل ذلك أن المضارب الذي يتوقع انخفاض السعر أمامه - كما تقدم - أن يبيع على المكشوف أو أن يشتري امتياز بيع ، فإذا ما صدقت توقعاته وانخفضت أسعار الأسهم محل التعاقد - خلال فترة العقد - بواقع ( ٥ ) دولار عن كل سهم من الأسهم المائة المتعاقد عليها ، فإن حامل الامتياز يقوم بشراء الأسهم من السوق ويسلمها إلى بائع الامتياز محققًا ربحًا إجماليًا قدره ( ٥٠٠ ) دولار يمثل الفرق بين سعر التعاقد وسعر السوق ، وتمثل الأرباح التي حققها حامل الامتياز هنا خسائر بائع الامتياز .

**ثالثًا : عقد الامتياز المزدوج ( Double option ) :**

هو عقد يجمع بين امتياز البيع وامتياز الشراء ، وبمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن

---

( ١ ) Dic & Eiteman op. cit p. 251.

( ٢ ) Jack Clark Francis, Management of Investment ch. 25, p. 644.

يكون بائعًا أو أن يكون شاريًا للأوراق المالية محل التعاقد ، وذلك رهن بمصلحة الشاري حيثما كانت ، فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة العقد كان شاريًا وإذا انخفضت كان بائعًا ، ومع تعاظم درجة المخاطرة التي يتعرض لها بائع الامتياز فلا غرو أن يتقاضى ضعف ثمن امتياز البيع أو امتياز الشراء ، وينقسم هذا العقد إلى نوعين اثنين :

**أ - امتياز مزدوج لا يتغير فيه سعر الشراء عن البيع ( Straddle ) :**

وهو أحد أشكال عقود الامتيازات التي تخول لحامل الامتياز الحق في أن يشتري من أو يبيع إلى بائع الامتياز عددًا معينًا من الأسهم المسماة في العقد بسعر معين في خلال فترة العقد [١] .

وقد عرفته أحد الموسوعات الكبرى بالآتي :

( The straddle is the double privilege of a put and a call. It secures to the holder the right to demand of the seller at a certain price with in a certain time a certain number of shares of specified stock or to require him to take at the same price within the same time the same shares of stock ) [٢] .

**ب - امتياز مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع ( spread ) :**

بينما يسمح العقد السابق ( The straddle ) لحامله أن يمارس حقه في أن يكون بائعًا أو أن يكون شاريًا للأوراق المالية المسماة في العقد بسعر واحد للبيع أو الشراء ، فإن هذا العقد ( The spread ) يختلف عن سابقه في أنه يحدد سعرًا للبيع وسعرًا آخر للشراء وسعر الشراء غالبًا ما يكون أعلى من البيع [٣] .

**مثال ذلك** : عقد اشترط فيه أن يكون لحامل الامتياز حق شراء ورقة مالية معينة بسعر ( ٧٠ ) دولار أو أن يبيعها بسعر ( ٦٤ ) دولار خلال فترة العقد لبائع الامتياز .

فلو فرض وأن ارتفع السعر خلال فترة التعاقد إلى ( ٧٣ ) دولار فإن حامل الامتياز

---

( ١ ) Dice & Eiteman op. cit p. 246.

( ٢ ) Blacks law dictionary by Henryblack, th ed 4 1966.

( ٣ ) A straddle differs from the spread in that the straddle allows put and call to be excercised at the same price, while a spread specifies one price for the call and another for the put dice op cit. p. 246 .

exercised A spread is similar to straddle but with the call option at a price higher than a put : Fredrick amling op. cit.

« مشتريه » يكسب ( ٣ ) دولار عن كل سهم تمثل الفرق بين سعر التعاقد وسعر البيع ، ولو فرضنا أن السعر انخفض إلى ( ٦١ ) دولار فإنه يكسب أيضًا ( ٣ ) دولار عن كل سهم ؛ حيث سيكون بوسعه أن يشتري من السوق بهذا السعر ويبيع له بسعر التعاقد وهو ( ٦٤ ) دولار .

**رابعًا : عقد امتياز بمضاعفة الكمية ( Option to double ) :**

يخول هذا العقد لحامله أن يضاعف الكمية التي اشتراها أو تلك التي باعها بسعر يوم التعاقد إذا رأى أن التصفية في صالحه خلال فترة العقد ونظرًا لتعاظم المخاطرة التي يتعرض لها بائع الامتياز فإنه يتقاضى ضعف ثمن الامتياز العادي « امتياز البيع أو امتياز الشراء » وينقسم هذه العقد إلى نوعين :

أ - امتياز بشراء الكمية المتعاقد عليها أو ضعفها ( Call of more option ) ويخول هذا الامتياز لحامله الحق في شراء ضعف الكمية المسماة في العقد إذا ما رغب في ذلك [1] .

ب - امتياز ببيع الكمية المتعاقد عليها أو ضعفها ( put of more option ) ويخول هذا الامتياز لحامله أن يبيع لبائع الامتياز الكمية المتعاقد عليها أو ضعفها إذا ما رغب في ذلك [2] .

وقد يكون من المناسب بعد أن عرضنا لأنواع هذه العقود ووجوه استخدامها أن نتناول بالتحديد وبقليل من التفصيل أبرز عناصر هذه العقود والمعالم الرئيسية لهذه البيوع استيفاءً للشكل واستكمالًا للموضوع .

**اطراف عقد الامتياز :**

**لكل عملية ثلاثة أطراف :**

١ - بائع الامتياز ( The option seller ) ، وهو الطرف الأول الذي يتلقى ثمن منحه الامتياز لطرف آخر .

٢ - مشتري الامتياز ( The option buyer ) ، وهو الطرف الثاني الذي يدفع ثمنًا

---

( ١ ) Call of more option, an option that gives the buyer the right to buy double the stated quantity of securities, if he so wishes, longman Dic. of bus English. p. 325.

( ٢ ) put of more option : An option that gives the seller the right to sell double the stated quantity of securities if he so wishes Ibid p. 326.

لبائع الامتياز لكي يغريه على كتابة العقد .

٣ - وسيط الأوراق المالية ( the securities broker ) ، ويشترك في تنفيذ كل تعاقد وسيطان أحدهما عن البائع والآخر عن المشتري ، ويقوم الوسيط بدوره كوكيل عن كلٌ منهما [١] .

**عناصر العقد الرئيسة :**

ولكل عقد امتياز أيضًا ثلاثة أركان وهي بيانات جوهرية لا بد أن يتضمنها عقد الامتياز [٢] :

١ - تعيين الأصل محل التعاقد ( Specification of the underlying asset ) .

٢ - تعيين سعر التعاقد .

( Specification of the striking price " contract price " or " exercise price " ) .

٣ - تحديد تاريخ انقضاء أجل العقد .

( Specification of the expiration date of option ) .

**أسعار عقود الامتياز :**

**لكل عقد ثلاثة أسعار [٣] :**

١ - سعر السوق للورقة المالية محل عقد الامتياز .

( The market price of the optioned security ) .

٢ - سعر الشراء ؛ وهو ثمن شراء الامتياز الذي يدفعه مشتري الامتياز إلى بائع الامتياز ، وقد يباع الامتياز فيما بعد بسعر مختلف عن السعر الأول.

( The purchase price, this is the price the option buyer pays to the option writer when the option is originated the option may be resold at a different premium ) .

**سعر التعاقد** ( the exercise price ) :

وهو السعر الذي يلتزم بائع الامتياز في مقابله أن يسلم الأوراق المالية محل التعاقد

---

(١) Jack Clark Francis op cit p. 634.

(٢) Garbade, Securities Markets ch. 17, p. 357.

(٣) Francis Management of Investment, op cit, p. 636.

أو أن يدفعه في مقابل تسلم الأوراق .

( This is the price at which the option writer can be legally required to buy or sell the optioned security It is called the striking price or the contract price ).

**اختيارات مشتري عقد الامتياز خلال فترة العقد وقبل انقضاء موعده :**

**الاختيارات ثلاثة** [1] :

١ - أن يحتفظ بعقد الامتياز لوقت لاحق .

٢ - أن يبيع الامتياز لآخر وهو بيع للحق وليس للأصل .

٣ - أن يمارس حقه في تنفيذ عقد الامتياز مع بائعه .

**وجه الخلاف بين عقود الامتيازات الأمريكية والأوروبية :**

تعد هذه المسألة من الأهمية بمكان ؛ حيث تباينت فيها النقول نتيجة تباين مصادرها فاختلطت الأمور بعضها وبدت المعلومات متعارضة [٢] ، ووجه الخلاف الرئيسي بين عقود الامتيازات الأمريكية والأوروبية يخلص في أنه إذا مارس حامل الامتياز حقه في أي وقت حتى تاريخ أجل الامتياز أي خلال أي وقت خلال فترة عقد الامتياز كان الامتياز أمريكيًا ، أمَّا إذا اقتصر حق ممارسة هذا الامتياز على يوم التصفية فقط ، وهو تاريخ الانقضاء الأجل كان الامتياز أوروبيًا ، وقد عبر من هذا المعنى صاحب كتاب أسواق الأوراق المالية بقوله :

( If an option can be exercised at any time up to and including its expiration date it is called an American type option. If it can only be exercised on its expiration date it is called a European - type option ) [٣] .

**طرق وأساليب تنفيذ العمليات في سوق الامتيازات ( Methods of trading ) :**

ثمة اختلاف بين أساليب تنفيذ هذه العمليات في سوق الامتيازات وأساليب تنفيذ العمليات في أسواق العمليات العاجلة أو الآجلة ؛ فالسمة الرئيسية لهذه البيوع أن كافة

---

( ١ ) Francis op. cit, p. 635 .

(٢) ولإثبات اختلاط الأمور على الباحثين يمكن الرجوع إلى رسالة أحمد محيي الدين ، رسالة مطبوعة على نفقة بنك البركة عن عمل شركات الاستثمار الإسلامية ، السوق العالمية من خلال تعريفه لهذه البيوع ، ( ص ١٣ ) .

( ٣ ) kennth Garbade, Securities Markets ch, 17, p. 358 .

عقودها في البورصات العالمية تحررها جهة واحدة وهي المعروفة بالـ ( occ ) أي ( options clearing Corporation ) فإذا ما اتفق شخصان على بيع أو شراء عقد امتياز فإن بائع الامتياز لا يحرر العقد مباشرة إلى مشتري الامتياز ، وإنما يحرر هذا العقد إلى تلك الجهة ( occ ) والتي تقوم من جانبها بتحرير عقد طبق الأصل للعقد السابق ؛ لذلك كانت هذه الجهة هي الطرف الآخر في كل عقد امتياز بمعنى أنها تقوم بدور الوساطة وكغرفة للمقاصة لعقود الامتيازات (١) .

ولما كانت هذه الجهة تستخدم اسمها في كل عقد امتياز لذلك كانت بالضرورة هي البائع في كل عقد امتياز شراء والمشتري في كل عقد امتياز بيع ، وهي أيضًا الضامنة لكافة العقود (٢) .

وإذا ما رغب حامل امتياز الشراء ( The holder of the call option ) في تنفيذ العقد وممارسة حقه في الشراء فإنه يقوم بتقديم ثمن الأوراق المالية المتعاقد عليها نقدًا إلى غرفة المقاصة والتي تقوم من جانبها بتسليمه الأوراق المتعاقد عليها .

ونختتم هذا المبحث بالتساؤل الذي يفرض نفسه على الموضوع ، وهو طالما أن حامل عقد الامتياز له حق المطالبة بتنفيذ العقد إلا أن ذلك لا يمثل التزامًا عليه ، فإلى أي مدى يجري تنفيذ هذه العقود ؟

والإجابة على ذلك أن كافة المراجع الأجنبية تشير إلى المستثمرين في هذا النوع من الأدوات المالية إنما يبيعون هذه العقود لا بقصد تنفيذها ولكن بقصد التربح من ورائها ، وأن أحد البدائل المتاحة لتنفيذ العقد هو بيع الحق الذي يخوله له العقد إلى آخر رغبة منه في الحصول على الفرق بين ثمن شراء الامتياز وثمن بيعه إلى الآخرين ؛ هذا بالنسبة للمشتري ، أمّا بالنسبة لبائع الامتياز فحسبه حصيلة بيع هذه الامتيازات (٣) .

---

( ١ ) The occison the other side of every contract. It acts as a clearing and settlement intermediary in the trading and exercise of listed options securities markets, op. cit p. 637.

( ٢ ) Since the occ inserts its name into every option contract, it essentially becomes the seller in every option purchase & the buyer in every option sale, Francis, Management of Investment.

( ٣ ) A : In fact most investor who sell call and put option expect the market price of the underlying stock to remain fairly stable. in this way the investors keep the proceeds from the = Sale option Without ever being forced to by or sell the stock, Madura, Introduction to

**موقف الشريعة الإسلامية من بيوع الامتيازات ( الاختيارات ) :**

**تعريف الخيار :**

الخيار لغة هو الاسم من الاختيار وهو طلب خير الأمرين إمّا بإمضاء البيع أو بفسخه ، وهذا المعنى الذي اختاره ابن الأثير في النهاية وذكره صاحب لسان العرب قريب من المعنى الشرعي لهذا اللفظ وهو أن يكون لأحد المتعاقدين أو كليهما الحق في إمضاء العقد وتقريره أو فسخه ونقضه من أساسه (١) .

وقد شرع الخيار ليكون وسيلة إلى كمال الرضا والتأكد من سلامته وقيامه على أساس صحيح ، ودفع الغبن ، ومنع التغرير والأمن من الانخداع .

وتثبت الخيارات بأحد أمرين ، إمّا باشتراط العاقد وإمّا بتقرير الشارع ؛ ولهذا ذهب المالكية إلى تقسيم الخيار إلى قسمين ، ( ترو ، ونقيصة ) ، أمّا خيار الترو ويقال له أيضًا خيار الشرط ، فهو الذي ينصرف إليه لفظ الخيار عند الإطلاق ، وقد عرفه المالكية بأنه بيع وقف بته « أي لزومه » على إمضاء من له الخيار من مشترٍ أو بائع أو غيرهما وسمي خيار ترو لما فيه من معنى النظر والتأمل في إبرام البيع من عدمه (٢) .

وقد ثبت خيار الشرط بما روي في الصحيحين عن ابن عمر قال : ذكر رجل لرسول الله ﷺ وهو « حبان » أنه يخدع في البيوع ، فقال له : « **من بايعت فقل لا خلابة ، ثم أنت بالخيار في كل سلعة ابتعتها ثلاث ليالٍ ، إن رضيت فأمسك وإن سخطت فارددهما على صاحبها** » (٣) .

= Financial Management, ch. 19 p, 527.

B : More than 50% of call option are unexercised, this suggests as a principle call options and put option are too risky for the average risk overting investor, Fredrick amling, Investment, p. 184 .

C : An alternative to exercising the put option to make a profit is to sell it for a higher price than was paid for it madurs, op. cit p. 526.

D : As Indicated earlier, investors normally sell options to take profits other than exercising them madura, op. cit p. 526.

(١) لسان العرب ، لابن منظور ، مادة ( خير ) وكذا أبو زهرة ، مرجع سابق ، ( ص ٣٨٤ ) .

(٢) الشرح الصغير للشيخ الدردير ، ( ١٧٤/٤ ) ، وما بعدها ، ط . عيسى الحلبي .

(٣) أورده الشوكاني في باب شرط السلامة من الغبن ، ( ٢٨٧/٥ ) ، دار الحديث ، وقال : رواه البخاري في تاريخه ، وابن ماجه والدارقطني ، وورد أيضًا في اللؤلؤ والمرجان ، ( ص ١٣٧ ) من أول الحديث إلى قوله : =

وذكر ابن رشد أن عمدة الجمهور في جواز بيع الخيار حديث حبان بن منقذ وفيه « ولك الخيار ثلاثًا » وما روي في حديث ابن عمر البيعان بالخيار ما لم يتفرقا إلا بيع الخيار [1] ، واستدلال الشافعي بهذين الحديثين على جواز بيع الخيار في كتابه الأم [2] .

وأمَّا القسم الثاني : وهو خيار النقيصة ويطلق عليه أيضًا خيار العيب ؛ فقد قسمه المالكية قسمين : الأول : ما وجب لفقد شرط ، والثاني : ما وجب لظهور عيب في المبيع [3] .

وقد عرفه الشافعية : بأنه كل ما ينقص العين أو القيمة نقصًا يفوت به غرض صحيح [4] .

بينما عرفه صاحب كشف القناع بقوله : العيب نقيصة يقتضي العرف سلامة المبيع منها غالبًا [5] .

وقد عرف صاحب المغني العيوب بأنها : النقائص الموجبة لنقص المالية في عادات التجار ؛ لأن البيع إنما صار محلًّا للعقد باعتبار صفة المالية ، فما يوجب نقصًا فيها يكون عيبًا والمرجع في ذلك إلى العادة في عرف أهل هذا الشأن وهم التجار [6] ، ولا نظننا بحاجة إلى الإفاضة أو الدخول في تفاصيل خيار النقيصة أو العيب لعدم اتصاله بالبحث .

**رأي الفقه المعاصر في بيوع الخيار التي تتم في البورصات :**

بذلت قصارى جهدي للوقوف على رأي الفقهاء المعاصرين في هذه المسألة فلم أجد بين الكتب التي امتلأت بها أحشاء المكتبات العربية ولا المؤلفات التي ذخرت بها المكتبة الإسلامية سوى ثلاثة مراجع تناولت هذه البيوع واجتهد أصحابها في التوصل إلى الحكم الشرعي فيها جملةً وتفصيلًا [7] ، وسوف أعرض في هذا المبحث للآراء التي

---

= « لا خلابة » .

(١) بداية المجتهد ونهاية المقتصد لابن رشد ، ( ٢٦٧/٢ ) ، ط . دار الكتب الحديثة .

(٢) الأم للإمام الشافعي ، باب بيع الخيار ، ( ٣/٣ ) ، ط . بولاق .

(٣) الشرح الصغير على أقرب المسالك لمذهب الإمام مالك ، ( ١٩٨/٤ ) ، عيسى الحلبي .

(٤) نهاية المحتاج ( ١٠٨/٣ ) نقلًا عن يوسف موسى ، الأموال ونظرية العقد ، مرجع سابق ، ( ص ٤٨٩ ) .

(٥) نقلًا عن يوسف موسى ، الأموال ونظرية العقد ، ( ص ٤٨٩ ) ، ( الهامش ) .

(٦) المغني لابن قدامة ، ( ١١٥/٤ ) ، مكتبة القاهرة .

(٧) الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية ، بحث عن البورصة ورأي التشريع الإسلامي ، ( ٣٨٧/٥ ) ، أحمد محيي الدين ، رسالة ماجستير ، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية ، معاملات البورصة =

وردت في مرجعين منها ، وأعقب عليها بما انتهى إليه رأيي في هذه المسألة وسوف أذر المرجع الثالث لما بدا لي من قصور في المعالجة العلمية والعملية لهذه البيوع فيه ، وهي الأصل الذي يبنى عليه الحكم الشرعي ، والقاعدة عند الأصوليين أن الحكم على الشيء فرع من تصوره .

**أولًا : الرأي الوارد بالموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية :**

تصدت الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية لحكم البيوع الشرطية الخيارية التي تنعقد في أسواق الأوراق المالية فعرضت لآراء مختلف المذاهب في مسألة خيار الشرط وخلصت من هذه الآراء إلى أن خيار الشرط جائز عند فقهاء المسلمين عدا الظاهرية .

ولما كان أحد أركان عقد الخيار في هذه الأسواق ؛ بل والباعث عليه هو أن يدفع من يشتري حق الخيار إلى من باع له هذا الحق مبلغًا من المال مقابل تخويله حق فسخ العقد خلال مدة الخيار إذا ما استبان له اتجاه الأسعار في السوق في غير صالحه ، أو تنفيذه إذا ما اتجهت الأسعار حسبما توقع في صالحه ؛ فقد ذهبت الموسوعة إلى أن المال الذي يأخذه بائع حق الخيار من المشتري هو حق للبائع لا يرد إلى دافعه ، وكان وجه استدلالهم على ذلك قوله تعالى : ﴿ يَٰٓأَيُّهَا ٱلَّذِينَ ءَامَنُوٓاْ أَوۡفُواْ بِٱلۡعُقُودِۚ ﴾ [المائدة : ١] ، وقوله ﷺ : « **المسلمون عند شروطهم إلا شرطًا أحل حرامًا أو حرم حلالًا** » (١) ، وأنه لما كان للطرف الآخر نفس الحق في الخيار فإنه يجوز أن يبيع حقه هذا .

ولم تخص الموسوعة بهذا الرأي العمليات الشرطية البسيطة دون غيرها ؛ بل وألحقت بها في قياس سقيم غيرها من البيوع الشرطية التي تتم في هذه السوق ، فجاء في الموسوعة :

« وكما جوزنا العمليات الشرطية البسيطة ، فإننا نرى جواز العمليات الشرطية المركبة لنفس الأسباب » .

وحينما انتقلت الموسوعة لبيان حكم العمليات المضاعفة لم تجد الموسوعة ما يقدح في صحة هذه البيوع ، فذكرت أن العمليات التي يكون للبائع الحق في مضاعفة بيع الكمية

= في الشريعة الإسلامية ، د. محمد الشحات الجندي .

(١) الحديث أخرجه الترمذي ، وقال : حديث حسن صحيح .

التي باعها كما يكون للمشتري نفس الحق ، وذلك بسعر يوم التعاقد مقابل تعويض يدفعه الراغب في المضاعفة عند اتضاح الأسعار ، ولا يرد إليه ، وتختلف قيمة التعويض حسب كمية الزيادة وموضوع المخزون ، إن ذلك جائز أيضًا إذا كانت الكمية المضاعفة معلومة ، وكان وجه الاستدلال على هذا الحكم في الموسوعة أن هذا شرط لا يحل حرامًا ولا يحرم حلالًا والمسلمون عند شروطهم .

**رأي صاحب رسالة عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية :**

استهل الباحث تحليله الفقهي لهذه العمليات بتفنيد الآراء التي انتهت إليها الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية والتي ارتأى الباحث عدم مصادفتها للصواب ، وذهب الباحث إلى أن العقود الشرطية الآجلة غير صحيحة استنادًا إلى الآتي :

١ - تعارض شروطها مع بعض المبادئ العامة في أحكام المعاملات .

٢ - أن هذه الشروط تعتبر من الشروط الفاسدة في مختلف المذاهب .

٣ - عدم صحة هذه البيوع لاشتراكها في العلة مع بعض العقود غير المشروعة .

ونجتزئ من التفاصيل التي ساقها الباحث ما يعضد حجته ويبرز فكرته ولا يخل بالمعاني وبالقدر الذي يسمح به البحث (١) .

**١ - من حيث تعارض هذه الشروط مع بعض المبادئ العامة في أحكام المعاملات :**

أ - تعارض العقود الآجلة الشرطية مع قصد الشارع من إباحة خيار الشرط .

ب - تعارضها مع قاعدة العدل المطلوبة في المعاملات .

**أ - أما من حيث تعارضها مع قصد الشارع من إباحة خيار الشرط :**

فقد ذكر الباحث انعقاد الإجماع على أن خيار الشرط مخالف للأصل مخالف للقياس ، ومع ذلك أقرّه الفقهاء استحسانًا نظرًا لحاجة الناس فيما يجدونه من معاملات ، واستدل على ذلك بما نقله عن ابن رشد بقوله : « الخيار في البيع أصله غرر وإنما جوزته السنة لحاجة الناس إلى ذلك » واستطرد الباحث قائلًا : إن الخيار لم يشرع لكي يرى المستفيد منه هل تطور الأسعار يكون لصالحه فينفذ الصفقة أم لا يكون كذلك فيختار

---

(١) أحمد محيي الدين ، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية ، ( ص ٣٦٦ ) ، وما بعدها ( أصلها رسالة ماجستير ) ، وطبع على نفقة بنك البركة .

فسخ العقد ؟ وأضاف الباحث ، وهو بصدد تفنيد الرأي بصحة البيوع الشرطية المركبة . إن خيار الشرط لم يبح من أجل أن يقدر المستفيد منه هل هو بائع أم مشترٍ أو أن يطلب المشتري المزيد من السلعة المشتراة أو البائع المزيد من السلعة المباعة « في حالة البيوع المضاعفة » إذا رأى أن ذلك يحقق له مكاسب .

**ب - تعارض البيوع الشرطية مع قاعدة العدل :**

كشف الباحث القناع عما يشوب هذه البيوع من عيوب وما تنطوي عليه من ظلم لأحد العاقدين بقوله : « وعدم العدل في العقود الآجلة الشرطية يكمن في إعطاء أحد العاقدين فرصة واسعة لأن يحقق أرباحًا على حساب المتعاقد الآخر ؛ فبعد أن يكون قد عرف مستوى الأسعار القائمة في السوق ، وقارن بينها وبين أسعار التعاقد فإنه يختار هل ينفذ العقد أم يفسخه » ، وذلك في العقود الشرطية البسيطة » وهل يستزيد من البيع أو الشراء أم يكتفي بالكمية المتعاقد عليها ، وذلك في العقود المضاعفة ، وهل يختار وضع البائع أم المشتري « وذلك في العقود الخيارية المزدوجة » .

وقد ارتأى الباحث أن كل هذه البيوع تنطوي على ظلم وجور ، ونقل عن ابن تيمية قوله : « والأصل في العقود جميعها هو العدل ؛ فَبِهِ بُعثت الرسل وبه أُنزلت الكتب » .

**٢ - اعتبار هذه الشروط من الشروط الفاسدة في العقد :**

عرض الباحث وهو بصدد إثبات فساد هذه الشروط لآراء الفقهاء في مختلف المذاهب ، ونسوق في هذا الموضع بعضًا منها لبيان وجوه الفساد فيها ؛ ففي المذهب الحنفي ذكر الزيلعي في « تبيين الحقائق » أن البيع الفاسد هو الذي يشترط فيه شرط منفعة لأحد العاقدين لا يوجبها العقد ، وبتأمل البيوع الشرطية يبين أنها جميعًا تتضمن منفعة لأحد العاقدين لا يقتضيها العقد ، وفي الفقه الحنبلي ذكر صاحب كشف القناع الشروط الفاسدة التي يحرم اشتراطها ومنها :

- كل شرط يقتضي إنشاء عقد جديد يبطل البيع ، وهو بيعتان في بيعه ، المنهي عنه ، والنهي يقتضي الفساد .
- إذا كان الشرط منافيًا لمقتضى العقد .

وقد عقب الباحث على ذلك أن البيع مع خيار الزيادة هو اشتراط لعقد جديد يتناول الكميات الزائدة عن عقد البيع الأساسي ، كما أن البيع بشرط الانتقاء أي أن يحدد

أحد العاقدين » وهو على وجه التحديد هنا مقر حق الخيار » هل هو مشتر أو بائع فيه منافاة لمقتضى عقد البيع .

ويكاد يتفق المذهب الشافعي مع المذهب الحنفي ؛ ولذا نقل الباحث عن صاحب المجموع قوله : « إن الشرط الفاسد هو الشرط الذي ليس من مقتضى العقد ويتعلق به غرض يورث التنازع وينافي مقتضى البيع .

ولما كان المالكية يرون أنه مما يخل بصحة البيوع هو ما يتضمن الشروط من صنفي الفساد والغرر ؛ فقد استدل الباحث على فساد هذه الشروط بقول ابن رشد : « فما كان دخول هذه الأشياء فيه كثيرًا من قبل الشرط أبطله وأبطل الشرط » وذكر الباحث أن هذه البيوع تشتمل على غرر مؤثر وجهالة فاحشة .

**٣ - قياس العقود الشرطية على بعض المعاملات الفاسدة المحرمة :**

كشف الباحث النقاب عن اشتراك البيوع الآجلة الشرطية في العلة مع بعض العقود غير المشروعة واستدل بذلك على عدم صحتها ، وفصل وجوه الفساد في هذه البيوع فيما يلي :

أ - تضمن البيع بشرط الانتقاء غررًا فاحشًا ؛ إذ لا غرر أكثر من أن لا يدري المتعاقد حين العقد أهو بائع أم مشترٍ .

ب - في البيع بشرط الزيادة جهل بمقدار المحل ؛ حيث لا يعلم كل من البائع والمشتري مقدار المباع أو المشترى .

جـ - أن الأصل في عقد البيع أنه من العقود اللازمة من الجانبين ، وإنما أُبيح شرط الخيار استحسانًا للحاجة إليه ولا حاجة تدعو إلى شرط الانتقاء أو شرط الزيادة .

د - ذكر الباحث أن البيع بشرط التعويض فيه علة النهي عن بيع العربون والجمهور على أن بيع العربون لا يجوز ؛ لأنه مال بغير عوض .

**رأي الباحث :** يتفق رأينا وبغير تحفظ مع التخريج الفقهي لأحكام البيوع الشرطية التي تناولها صاحب رسالة عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية ، والذي انتهى من خلاله إلى عدم مشروعية البيوع الشرطية الآجلة وعدم صواب الرأي الذي جاء بالموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية .

وإذ نقر لصاحب هذه الرسالة فيما قدمه من أسباب فساد هذه البيوع ، وما توصل إليه من أحكام وهو الأمر الذي يغنينا عن إعادة ذكرها ، فإننا نضيف إلى ما قدمه من أسباب فساد هذه البيوع أسبابًا أخرى تدعمها قرائن قاطعة تظاهر الرأي الشرعي الذي توصلنا إليه وتؤيده ، وتعبر الأسباب السابقة وتلك اللاحقة في مجموعها عن وجهة نظرنا في هذه المسألة من الناحية الشرعية ، وتخلص هذه الأسباب فيا يلي :

- انطواء البيوع الآجلة الشرطية على بيع الإنسان ما ليس عنده .

- صورية أغلب البيوع الخيارية الشرطية وحصول الإيجاب والقبول على محض المراهنة .

- اقتران هذه العقود ببعض الشروط الفاسدة وذلك من حيث :

١ - مدة الخيار .

٢ - اشتراط منفعة لأحد طرفي العقد مقابل حق الخيار هو من قبيل الشرط الفاسد لكونه :

أ - منافيًا لمقتضى العقد .

ب - انطواء هذا الشرط على مصلحة زائدة فيها شبهة الربا ، وتعد من جنس القمار والرهان المحرم شرعًا .

٣ - بيع حق الخيار وتداوله من مشترٍ لآخر خلال مدة الخيار إنما هو بيع لما لا يقبل حكم العقد شرعًا .

**أولًا : انطواء البيوع الآجلة الشرطية على بيع الإنسان ما ليس عنده :**

لما كانت البيوع الآجلة الشرطية هي أحد صور البيوع الآجلة في أسواق الأوراق المالية والتي انتهينا في موضوع سابق إلى بطلانها شرعًا ، لانطوائها على بيع الإنسان ما ليس عنده ، فإن هذا البطلان ينسحب أيضًا على البيوع الشرطية لاشتراكها في العلة مع البيوع الآجلة ، وإذا كنا قد بسطنا في موضع متقدم لأقوال الفقهاء في مختلف المذاهب ونقلنا إجماعهم على عدم جواز بيع الإنسان ما ليس عنده ؛ فقد حرصنا على أن نعرض لرأي الإمام ابن قيم الجوزية بسبب ما ينسب إليه ظلمًا ، أو جهلًا بإباحته بيع الإنسان ما ليس عنده فنقلنا عنه قوله : « إن بيع الإنسان ما ليس عنده إنما هو من بيع

الغرر وأنه من جنس القمار والميسر ، ونقلنا كذلك عن صاحب مصادر الحق في الفقه الإسلامي اشتراط الفقهاء أن يكون محل العقد موجودًا وقت التعاقد ، فإذا لم يكن موجودًا فالعقد باطل ، حتى لو كان المحل محتمل الوجود ؛ بل حتى لو كان محقق الوجود في المستقبل .

ولأننا نبتغي الوصول بالحكم إلى غايته وهي إصابة وجه الحق الذي قصده الشارع ؛ فقد رأينا أن ندعم رأينا بمزيد من الأدلة العلمية والعملية والتي تطرح تصورًا جليًّا لهذه البيوع تزول معه وجوه الشك والريب التزامًا بالقاعدة الأصولية التي تقول : إن الحكم على الشيء فرع من تصوره .

يقول أحد علماء التمويل والاستثمار المتخصصين في شؤون البورصات :

( After establishing a brokerage account you could tell your broker to sell a call option on IBM stock, yud do not need to own the stock, you just need to maintain a certain balance in your brokerage account ) .

ومفاد ما تقدم أن بوسعك بعد أن تفتح حسابًا لدى أحد بيوت الوساطة أن تطلب من واسطك أن يبيع لك امتياز شراء لأسهم شركة ( IBM ) .

ولن تكون في حاجة إلى امتلاك هذه الأسهم « والتي تبيع للغير حق شرائها » وكل ما تحتاجه هو أن يكون لك رصيد معين في حسابك لدى الوسيط .

ويبين مما تقدم أن بيوع الامتيازات وإن شئت فقل البيوع الخيارية الشرطية في أسواق الأوراق المالية تنطوي على بيع الإنسان ما ليس عنده .

**ثانيًا : صورية أغلب البيوع الخيارية الشرطية :**

من الأمور الثابتة التي لا ينازع فيها منازع أن أغلب البيوع الشرطية صورية ولا يجري تنفيذها ولا يترتب عليها بالتالي تمليك ولا تملك ، فلا المشتري يتملك المبيع ولا البائع يتملك الثمن . ولما كانت عقود البيع إنما وضعت شرعًا لإفادة التمليك ، فإذا كانت غير مؤدية لذلك كانت غير محققة لهذا المقتضى [١] ، وما خالف مقتضى العقد فهو باطل [٢] ؛ فالبيع في الفقه الإسلامي تمليك وتملك على التأبيد ، به يملك البائع المبيع للمشتري ويتملك

( ١ ) Madura, Iniroduction to Financial Management, p. 527.

( ٢ ) الإمام أبو زهرة ، الملكية ونظرية العقد في الشريعة الإسلامية .

الثمن ، ويملك المشتري الثمن للبائع ويتملك المبيع ، ويتم ذلك بحكم الشرع وعلى سبيل التأبيد .

وكما ذهب صاحب أحكام العقود في الشريعة الإسلامية والقانون المدني فإن البيع لا ينعقد بمجرد التعبير عن الرضا إلا إذا كانت هناك نية البيع ونية الشراء ؛ فالنية لا بد منها في كلٍّ من الإيجاب والقبول والنية في البيع هي : أن يقصد الشخص بتعبيره معاوضة مال بمال تمليكًا وتملكًا ، أي يقصد معنى البيع ، ويقصد كذلك آثاره ، وهي التمليك والتملك [1] ؛ فالعبرة بالمقاصد والمعاني لا بالألفاظ والمباني .

ولهذا أيضًا نقل د . يوسف موسى عن تقي الدين ابن تيمية قوله : إن اللَّه هو الذي جعل العقود أسبابًا إلى إحكام قصدها منها وناطها بها ، فشرع البيع سببًا لملك الأموال بطريق المعاوضة ، والهبة سببًا لملك المال تبرعًا ، والنكاح سببًا لملك البضع ، والخلع سببًا لحصول البينونة ؛ فالعقود إذن أسباب جعلية شرعية ، والشارع هو الذي يرتب عليها أحكامها وآثارها [2] .

وقد تظاهرت أدلة الشرع وقواعده على أن القصود في العقود معتبرة ، وأنها تؤثر في صحة العقد وفساده وفي حله وحرمته ؛ بل وأبلغ من ذلك أنها تؤثر في الفعل الذي ليس بعقد النية والقصد ؛ فالحيوان يحل إذا ذبح لأجل الأكل ويحرم إذا ذبح لغير اللَّه ، ومن جلس في المسجد ولم ينوِ الاعتكاف لم يحصل له ، ولو أكل طعامًا حرامًا يظنه حلالًا لم يأثم به ، ولو أكله وهو يظنه حرامًا وقد أقدم عليه أثم بنيته ؛ فالنبي ﷺ قال كلمتين كفتا وشفتا وتحتهما كنوز العلم : « **إنما الأعمال بالنيات ولكل امرئ ما نوى** » فبيَّن في الجملة الأولى أن العمل لا يقع إلا بالنية ، ثم بيَّن في الجملة الثانية أن العامل ليس له من عمله إلا ما نواه ، وهذا يعم العبادات والمعاملات والإيمان والنذور وسائر العقود والأفعال ؛ فمن نوى بعقد النكاح التحليل كان محللًا ولا يخرجه من ذلك صورة عقد النكاح [3] .

وإذا كنا قد أثبتنا أن البيوع الشرطية تنطوي على بيع الإنسان ما ليس عنده ، وأن بائع حق الخيار لن يكون مضطرًا لامتلاك الأوراق محل عقد الخيار ، فإن ما لم نذكره

---

(١) المرجع السابق ( ص ٢٣٧ ) ، نقلًا عن كتاب الشروط والعقود من الفتاوى ابن تيمية ، ( ٣/٣٢٣ ) .
(٢) د. عبد الناصر توفيق العطار ، أحكام العقود في الشريعة الإسلامية والقانون ، ( ص ١٠٣ ) .
(٣) إعلام الموقعين عن رب العالمين ، ابن قيم الجوزية ، ( ٣/٩٦ ) ، دار الحديث .

هو السبب في عدم اضطراره لامتلاك هذه الأوراق ، وهذا في الواقع هو السبب الثاني لبطلان هذه البيوع وهو صوريتها ، فإذا قيل : وما الدليل على ذلك ؟ قلنا : الأدلة على ذلك كثيرة ونذكرها تباعًا بنصوصها التي وردت بها في المراجع الغربية والتي نشأت هذه الأسواق في حضانتها .

( In fact most investors who sell call and put option expect the market price of the underlying stock to remain fairly stable, in this way, the investors keep the proceeds from the sale of the options without ever being forced to buy or sell the stock ) (١) .

وتفصيل ما تقدم أن معظم المستثمرين الذين يقومون ببيع حق الخيار يتوقعون استقرار أسعار الأوراق محل التعاقد وعدم تقلبها خلال فترة العقد ، الأمر الذي ينتفي معه قيام أية مصلحة لمشتري حق الخيار تدفعه إلى مطالبة الطرف الآخر إلى تنفيذ العقد ؛ ومع هذا فإن استقرار الأسعار ليس هو السبب الوحيد لعدم تنفيذ العقد ؛ إذ تنتفي مصلحة حامل امتياز الشراء في تنفيذ العقد فيما لو انخفضت الأسعار عن سعر التعاقد أو ارتفعت عن سعر التعاقد ولكن بما لا يغطي ثمن شراء حق الخيار ، وتنتفي كذلك مصلحة حامل امتياز البيع في تنفيذ العقد فيما لو ارتفعت الأسعار عن سعر التعاقد أو انخفضت بما لا يغطي ثمن حق الخيار ، أما الحالة الوحيدة التي يلجأ معها مشتري حق الخيار إلى المطالبة بتنفيذ العقد ، فهي ارتفاع السعر بما يتجاوز ثمن حق الخيار في حالة امتيازات الشراء أو انخفاضه بما يسمح بتغطية ثمن حق الخيار وزيادة في حالة امتيازات البيع .

ويؤكد صاحب المرجع السابق في موضع آخر أن معظم المستثمرين الذين يقومون بشراء امتيازات البيع والشراء يؤثرون التربح من بيع حقوق الخيار عن تنفيذها ، وفي هذا الصدد يقول المؤلف :

( Most investors who purchase call and put options sell their options for a profit " or loss rather than exercising them " ) (٢) .

ولم يكن ذلك رأي الكاتب السابق وحده ؛ بل يشاركه في ذلك آخرون ؛ ولذلك يذكر صاحب كتاب الاستثمار أن أكثر من ( ٥٠٪ ) من امتيازات البيع والشراء لا يتم

( ١ ) Madura, Introduction to, Financial Management, p. 527 .

( ٢ ) Madura, op. cit, p. 526 .

تنفيذها ، وأن مؤدى ذلك ارتفاع نسبة المخاطر في هذه البيوع .

( More than 50% of call options are unexercised this sug. As A principle options and put options are too risky ) (١) .

**مدة الخيار :**

يقول صاحب مراتب الإجماع : « اتفقوا أن البيع بخيار ثلاثة أيام بلياليها جائز » (٢) ، أما إذا زادت المدة على ثلاثة أيام فغير جائز عند أبي حنيفة وزفر والشافعي ، وقال أحمد والصاحبان : يصح إذا ذكرت مدة معلومة ، وقال مالك : الأصل أن يكون لثلاث ولكن يصح تعيين أكثر من ثلاثة إذا وجدت حاجة تدعو لذلك (٣) .

ويقول صاحب كفاية الأخيار الشافعي ، وأما خيار الشرط فإنه يصح بالسنة والإجماع بشرط ألا تزيد على ثلاثة أيام ، فإن زاد بطل البيع (٤) ، ونقل عن الزركشي قوله : اعلم أنهم قطعوا بالبطلان فيما زاد على ثلاثة وإنما لم يخرجوه ؛ لأن الشرط الفاسد إذا اقترن بالعقد يقتضي غالبًا إما زيادة في الثمن أو محاباة ، ونقل إلينا صاحب الشرح الصغير أن منتهى مدة الخيار في العروض خمسة أيام ، وفي العقار ستة وثلاثون يومًا (٥) ، وهذه هي أقصى مدة للخيار عند المالكية ، وقد ورد عن ابن عمر أنه قال : « ما أجد أوسع مما جعل رسول الله ﷺ لحبان إن رضي أخذ وإن سخط ترك » (٦) ، وقد بيّن ابن رشد سبب الخلاف عند الفقهاء في هذه المسألة بقوله : من لم يجز الخيار إلا ثلاثًا فهو أن الأصل أن لا يجوز الخيار ، فلا يجوز منه إلا ما ورد فيه النص في حديث منقذ ابن حبان ، وذلك كسائر الرخص المستثناة من الأصول ، وقد جاء تحديد الخيار بالثلاث في حديث المصراة وهو قوله : « **من اشترى مصراة فهو بالخيار ثلاثة أيام** » (٧) .

فحجة الذين قيدوا المدة بثلاثة أيام لا تعدوها أن شرط الخيار ثبت على خلاف

( ١ ) Fredrick Amling - op. cit, p. 184.

(٢) مراتب الإجماع لابن حزم ، ( ص ٩٩ ) ، دار الآفاق الجديدة .

(٣) الإمام محمد أبو زهرة ، مرجع سابق ، ( ص ٣٩ ) .

(٤) كفاية الأخيار حل في غاية الاختصار ، ( ٣٥٧/١ ) .

(٥) الشرح الصغير للشيخ الدردير . (٦) أبو زهرة ، مرجع سابق .

(٧) بداية المجتهد ونهاية المقتصد ، مرجع سابق ، ( ٢٦٨/٢ ) ، والحديث أخرجه ابن ماجه في كتاب التجارات ، باب بيع المصراة ، ( ٧٥٣/٢ ) برقم ( ٢٢٣٩ ) عن محمد بن سيرين عن أبي هريرة عن النبي ﷺ ، انظر : الجامع الكبير ، للإمام جلال الدين السيوطي ، سلسلة مجمع البحوث الإسلامية برقم ( ٣٠٢٢ ) .

القياس ؛ إذ هو شرط مخالف لمقتضى العقد ، بينما حجة أحمد والصاحبان أن الخيار شرع للتروي لدفع الغبن والتغرير والأمن من الانخداع ، وقد تدفع الحاجة إلى تعيين مدة أطول ، فجاز تعيين هذه المدة ، ويترك الأمر إلى تقدير العاقدين [١] .

وإذا ما تأملنا حجة من قالوا : « أن الحاجة قد تدفع إلى تعيين مدة أطول فيترك الأمر إلى تقدير العاقدين ، وأنه ربما ذكر رسول الله ﷺ هذه المدة « الأيام الثلاثة » لكفايتها ولكن عساها لا تكفي غيره ، وأن قصد العاقدين تعيين مدة أطول دليل على حاجتهم إليها ، ثم إذا أمعنا النظر في مدة الخيار للبيوع التي تجري في البورصات والتي تمتد من مدة أدناها شهرًا إلى اثني عشر شهرًا [٢] ، لوجدنا هذا الشرط فاسدًا عند مالك وأبي حنيفة وزفر والشافعي ، ثم إذا نظرنا إلى تقدير العاقدين وما قد تدعو إليه الحاجة ، فسوف ندرك على الفور مدى فساد هذا الشرط لاقترانه بشرط آخر أكثر فسادًا ، وهو ارتباط ثمن بيع الامتياز « حق الخيار » بمدة الخيار ؛ فيزيد ثمن البيع بزيادة المدة ويقل بنقصانها وهذا ما نبه إليه الزركشي رحمه الله بقوله : « إن الشرط الفاسد يقترن به غالبًا زيادة في الثمن » أما سبب هذه الزيادة عند فقهاء البورصات وعلماء التمويل والاستثمار فهو أنه كلما طالت المدة كلما زاد احتمال تنفيذ عقد الخيار من جانب حامله [٣] ، وهو الأمر الذي يستفاد منه أن طول مدة الخيار وقصرها في هذه البيوع لا تدعو إليه حاجة أو ضرورة ، وإنما تستخدم كأداة للمقامرة والحصول على أموال بغير مقابل ، وتعد بالتالي وسيلة لأكل أموال الناس بالباطل ، ونخلص من ذلك أن طول المدة في هذه البيوع ليس دليلًا على الحاجة عند من يرى ذلك ، والتوسع في مسألة جاءت على خلاف القياس لا تدعو إليه ضرورة خاصة مع هذا النوع من البيوع ، والتي لم يشرع الخيار لأجلها ونحن مع قول ابن عمر الذي سبق أن أثبتناه ونتحاز إلى النص والذي لم يثبت خلافه في قول صحيح ولا سقيم .

---

(١) الإمام محمد أبو زهرة ، مرجع سابق ، ( ص ٣٩٠ ) .

(٢) The length of the option varies from thirty days to one year investment, Fredirch Amling, op. cit, p. 181.

(٣) Writers of longer term option charge larger premiums than writers of short term option on the same security, the charge is higher simply because the probability that the option will be exercised and that the writer will lose money increases with the length of time the option remains open. Management of Investment op, cit, p. 641.

**ثانيًا – اشتراط منفعة لأحد طرفي العقد مقابل حق الاختيار هو من قبيل الشرط الفاسد لكونه :**

**أ – منافيًا لمقتضى العقد ومقصوده :**

ذهب جمهور الفقهاء إلى أن كل شرط يخالف مقتضى العقد فهو باطل [١] ، ومقتضى العقد هو ما رتبه الشارع عليه ، بمعنى أن الشرط يكون مما لا يقتضيه العقد إذا لم يفهم من صيغته بدون ذكره ؛ فمقتضى العقد أن يقوم البائع بتمليك المبيع للمشتري ، وأن يقوم المشتري بتمليك الثمن للبائع ، ومن مقتضى العقد تصرف كل واحد من العاقدين فيما يصير إليه من بيع وثمن ، فلا يمنع أحد المتعاقدين من استعمال ما يثبته العقد له من حقوقه ؛ فمن باع دارًا إلى آخر واشترط عليه ألا يبيعها مطلقًا كان شرطه مخالفًا لمقتضى العقد ومقصوده ، ومن باع أرضًا واشترط على الطرف الآخر أن يقفها على جهة معينة ولو كانت جهة خير كان شرطه منافيًا لمقتضى العقد ، ومن اشترط على البائع إذا باع ما اشتراه بأقل مما اشترى رجع عليه بالباقي ، كان شرطه منافيًا لمقتضى العقد ، ونحو ذلك مما يترتب على العقد شرعًا وإن لم يذكر ؛ ولذلك ذهب المالكية إلى أن من اشترط شرطًا لا يقتضيه العقد وينافي مقصوده كان الشرط مفسدًا للبيع ، ومن اشترط شرطًا لا يقتضيه العقد ولا ينافيه كما إذا باعه بشرط الأجل أو الخيار أو الرهن أو الضمان فإن البيع في كل هذا صحيح وكذلك الشرط .

وذهب الأحناف إلى أن الشرط الفاسد هو ما كان شرطًا لا يقتضيه العقد ولا يلائمه ، ولم يرد به الشرع أو العرف ، وكان لأحد المتعاقدين فيه منفعة .

وذهب الشافعية إلى أن الشرط يكون فاسدًا إذا كان مما لا يقتضيه العقد ، وأن من شرط أن يرد مبيعًا بعيب فإن ذلك من مقتضى العقد ، وذهب الحنابلة إلى أن من اشترط شرطًا ينافي مقتضاه فإن الشرط يكون فاسدًا لا يعمل بمقتضاه ولكن البيع صحيح [٢] .

وبالنظر إلى المال المبذول الذي يحصل عليه أحد طرفي العقد مقابل بيعه لحق الخيار ، وبذل الطرف الآخر لهذا المال مقابل تخويله الحق في فسخ العقد خلال الفترة المحددة به

---

(١) مجموعة فتاوى ابن تيمية الكبرى ، ( ٣/٣٢٣ ، ٣٢٤ ) ، دار المنار .

(٢) الجزيري ، مرجع سابق ، ( ص ٢٢٦ – ٢٢٨ ) ، محمد يوسف موسى ، مرجع سابق ، ( ص ٤٢٧ ) ، علي الخفيف ، مختصر أحكام المعاملات الشرعية ، العقد ، طبعة السنة المحمدية ، ( ص ٧٤ ) .

إذا ما استبان له أن الأسعار في السوق تتجه في غير صالحه ، يبين أن هذا الشرط ينافي مقتضى العقد ومقصوده للأسباب الآتية :

**أولًا** : أن هذا الشرط لا يفهم من صيغة العقد إذا لم يرد به ذكر .

**ثانيًا** : أنه يحول دون ترتيب الآثار التي رتبها الشارع وهي تمليك المبيع للمشتري والثمن للبائع .

**ثالثًا** : أن الثمن المبذول مقابل حق الخيار إنما جرى بذله من جانب مشتري هذا الحق على محض المراهنة على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها في السوق أثناء فترة العقد ، وهذا مما ينافي مقصود العقد والذي هو مقصود الشارع .

**ب – انطواء هذا الشرط على مصلحة زائدة فيها شبهة الربا ، وتعد من جنس القمار والرهان المحرم شرعًا :**

إن حصول أحد العاقدين على مال بغير عوض مقابل جعل الخيار للطرف الآخر يمثل مصلحة زائدة فيها شبهة الربا واضحة ؛ باعتبار الربا زيادة مال بلا مقابل في معاوضة مال بمال ، ومن يحصل على ثمن بيع حق الخيار إنما يفعل ذلك مقامرة ومراهنة على استقرار الأسعار في السوق أو اتجاهها في غير مصلحة تنفيذ العقد من جانب الطرف الآخر ؛ أما الطرف الآخر فإنه يبذل هذا المال على محض المراهنة على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها وفقًا لمركزه وما يحقق مصلحته كبائع أو مشتري ، فإذا ما اتجهت الأسعار في غير مصلحته فحسبه تكبد المال المبذول مقابل حق الخيار باعتباره أخف الضررين وأهون الشرين ؛ حيث يصبح تنفيذ العقد من جانبه شرًا يدرأه عن نفسه بالفسخ وتكبد ثمن حق الخيار ؛ بل إن مشتري الخيار سوف يكون متأهبًا لأن يدفع ضعف هذا المال في حالة الامتياز المزدوج والذي يخول له الحق في أن يكون بائعًا أو مشتريًا ، فإذا ما اتجهت الأسعار إلى الارتفاع اختار أن يكون مشتريًا بالسعر المتعاقد عليه ، وإن انخفضت الأسعار في السوق اختار أن يكون بائعًا بالسعر المتعاقد عليه ، محققًا الفرق بين الأسعار في السوق وسعر التعاقد ، وحيث إن كلًا من مشتري حق الخيار وبائعه لا يمتلك غالبًا هذه الأوراق ، ومشتري هذا الحق قد يكون له حق البيع فقط أو حق الشراء فقط أو هما معًا ، بينما بائع حق الخيار قد يكون بائعًا فقط أو مشتريًا فقط ، فإذا ما اضطر العاقد الذي جعل الخيار لصاحبه إلى تنفيذ العقد فإن هذا يعني خسارة محققة له سواء كان بائعًا أو مشتريًا .

وتفصيل ذلك : أنه لو كان بائعًا فسوف يضطر إلى شراء الأوراق المتعاقد عليها بسعر السوق والذي يزيد عن سعر التعاقد ، ولو كان مشتريًا فإنه سيشتري بسعر التعاقد والذي يزيد عن سعر السوق ؛ ولذلك يحرص بائع حق الخيار في البيوع الشرطية المزدوجة على مضاعفة ثمن بيع حق الخيار بسبب ضعف مركزه ، وبما يقلل من فرص تنفيذ العقد إذا لم تغطي فروق الأسعار ثمن الخيار .

ويبين مما تقدم أن هذا النوع من العقود تتعارض فيه مصلحة العاقدين تعارضًا بينًا ، فما كان مظن منفعة لأحد الأطراف يمثل مضرة للطرف الآخر ؛ لذلك كانت أرباح مشتري الامتياز تمثل خسارة بائع هذا الامتياز ، وهو ما عبر عنه أحد علماء الاستثمار وشؤون البورصات بقوله :

( The writer of the profits for the put buyer are losses for the writer of the put and vicea ) (١) .

وعبر الكاتب عن ذلك في موضع آخر بقوله : وحيث إن أرباح أحد الأطراف تمثل خسارة الطرف الآخر .. إلخ .

( Since one party gains are the other party's losses .. ect ) .

وأحد القواعد الكلية في الإسلام أنه لا ضرر ولا ضرار ، وكل ضرر مؤكد مدفوع ، وكل مصلحة مؤكدة مجلوبة وأحكام النصوص مشتملة على مصالح العباد ودافعة لأضرارهم .

ومن القرائن القاطعة التي نقدمها لدحض أية فِرْيَةٍ تزعم صحة هذه البيوع لتجانسها في الاسم مع بيع الخيار في الشريعة الإسلامية ، ما كتبه « فرانسيس هيرست » مؤكدًا أن هذه البيوع من قبيل المراهنة والقمار فيقول : إذا كان الفيصل بين المضاربة بمفهومها العام والرهان يبدو ضئيلًا للغاية ، فإن الفرق بينهما يتضائل حتى لا تكاد تراه العين المجردة للمراقب العادي في حالة البيوع الشرطية الخيارية ، وتكاد تنعدم هذه الفروق أمام القضاة ذوي البصائر الحادة والذين وهبوا حياتهم في التمييز والتمحيص واستخلاص الأشياء من الشوائب التي تغير ملامحها في حالة البيوع الشرطية المزدوجة .

( If the line between common speculation and a bet appears rather fine, it is almost invisible to the naked eye of an ordinary observer the case of option,

---

( ١ ) Management of Investment, op. cit, p. 644 .

and hardly visible in the case of double option even in to the sharp eyes of judges whose lives have been given up to the making and Refining of distinction ) [١] .

وليست الأدلة التي قدمناها رغم قوتها هي كل ما في جعبتنا بل ولدينا مزيد لتمزيق آخر قناع عن هذه البيوع لتبدو بصورتها الحقيقية من غير رتوش الأمر الذي يمتنع معه الخلط ويزول معه الالتباس .

إذا كان تنفيذ العقود الخيارية الشرطية ، كما أوضحنا رهن بتقلبات الأسعار في السوق إذا ما تجاوز فرق سعر المال المدفوع من جانب صاحب حق الخيار ، فإن من العقود الخيارية ما يمتنع بمقتضاه على من جعل له حق الخيار المطالبة بتنفيذ العقد ؛ حيث لا تقتضي هذه العقود تسليم ولا تسلم ولا تمليك ولا تملك ؛ لأنها تقوم على محض المراهنة على اتجاهات الأسعار في السوق وتسوية الفروق ، ويطلق على هذه الأداة المالية التي استحدثها الفكر المالي الغربي ( Index option ) أي العقود الخيارية المرتبطة بمؤشرات الأسعار وتشتمل على امتيازات بيع وامتيازات شراء ، وقد عبر جاك كلارك فرانسيس عن استخدامات هذه البيوع في المراهنة بقوله :

( Index option are useful way of reducing market risk, and also of simply betting on the directions the market will take ) [٢] .

وضرب الكاتب المذكور مثالاً على الكيفية التي تتم بها عمليات المراهنة تحت عنوان

( Betting on the market with an index option ) .

أي المراهنة على اتجاهات السوق من خلال مؤشرات الأسعار لبيوع الخيار .

وإذا كان القانون الأمريكي إلى وقت قريب لم يكن يجيز الحصول على فروق الأسعار ويعتبرها من القمار .

( The New York lows hold that such customers are gambling in differences and that such transaction are invalid ) [٣] .

فإن القانون التجاري المصري قد استباح المقامرة على هذه الفروق ؛ إذ تقضي المادة ( ٣/٧٣ ) أن الأعمال المضافة إلى أجل المعقودة في بورصة مصرح بها طبقًا لقانون

---

( ١ ) Fraacis W, Hirst the Stock Exchange.

( ٢ ) Management of Investment, op. cit, p 651.

( ٣ ) Ibid.

البورصة ولوائحها ، وتكون متعلقة ببضائع أو أوراق ذات قيمة مسعرة تعتبر مشروعة أو صحيحة ولو كان قصد المتعاقدين منها أنها تؤول إلى مجرد دفع الفرق (١) .

ويبين مما تقدم أن ثمن حق الخيار هو مال مبذول ممن جعل له الخيار بغير عوض ، وما كان بذله لهذا المال إلا على محض المراهنة على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها في الأسواق ، وما كان الإيجاب أو القبول ممن جعل الخيار لصاحبه إلا مراهنة على استقرار الأسعار وعدم تغيرها خلال فترة الخيار ، والاطمئنان إلى أن الطرف الآخر لن يلجأ إلى تنفيذ العقد طالما استقرت الأسعار أو لم تتحرك في الاتجاه الذي يحقق لحامل حق الخيار مصلحة مؤكدة في تنفيذ العقد .

وما شرع الخيار لكي يكون أداة للمراهنة ووسيلة للمقامرة ، وما أذن فيه رسول الله ﷺ إلا لدفع الغبن والتغرير عمن يظلم في البياعات ، ومن لا دراية لهم بمسائل البيع والشراء وعقد الصفقات في الأسواق .

**جـ - بيع حق الخيار وتداوله من مشترٍ لآخر إنما هو بيع لما لا يقبل حكم العقد شرعًا :**

اشترط الفقهاء فيما يكون محلًّا لعقد أن يكون قابلًا لحكم العقد شرعًا ، فلا ينعقد البيع ما لم يكن المبيع مالًا متقومًا مملوكًا ، فغير المال ، والمال غير المتقوم والمال المتقوم غير المملوك كل ذلك تأبى طبيعته التعاقد عليه ، وكل عقد يرد عليه يكون باطلًا (٢) .

ويقول ابن الأثير : إن المال في الأصل ما يملك من الذهب والفضة ، ثم أُطلق على كل ما يقتنى ويملك من الأعيان وينتفع به على وجه معتاد (٣) .

ويقول الإمام الشافعي : بأنه لا يقع اسم مال إلا على ما له قيمة يباع بها ويلزم متلفه (٤) .

وقال الحنفية : المالية للشيء لا تثبت إلا بالتمول ، والتمول صيانة الشيء وإحرازه (٥) .

وذهب الشيخ علي الخفيف إلى القول : بأن الشيء لا يكون مالًا عند الفقهاء إلا إذا توفر فيه أمران : إمكان حيازته ، وإمكان الانتفاع به على وجه معتاد ، فما ليس في

(١) قانون التجارة المصري ، الهيئة العامة للمطابع الأميرية ، ( ١٩٨٥م ) .
(٢) مصادر الحق في الفقه الإسلامي ، مرجع سابق ، ( ٩٣/٢ ) .
(٣) لسان العرب لابن منظور ، مادة ( مَوَلَ ) .
(٤) محمد يوسف موسى ، مرجع سابق ، نقلًا عن الأشباه والنظائر للسيوطي ، ( ص ١٩٧ ) .
(٥) محمد أبو زهرة ، مرجع سابق ، ( ص ٥٢ ) .

الإمكان حيازته فلا يعد مالًا - وإن انتفع به - كضوء الشمس وحرارتها ، وكذلك ما لا يمكن الانتفاع به على وجه معتاد لا يعد مالًا - وإن أُحرز فعلًا .

وإذا كان الأحناف يرون أن المال لا يكون إلا مادة حتى يتأتى إحرازه وحيازته ؛ فقد ذهب الشافعية والمالكية والحنابلة إلى أن المنافع أموال ؛ إذ ليس من الواجب عندهم إحرازه بنفسه ؛ بل يكفي أن يمكن حيازته بحيازة أصله ومصدره (١) .

ولما كانت من الثابت أن حق الخيار يجري تداوله في أسواق الأوراق المالية وينتقل بالبيع والشراء من متعاقد إلى آخر ؛ فالحق الذي يباع ليس مما يقتنى أو تجري حيازته فيكون فاسدًا عند الأحناف ، وتداوله من متعاقد لآخر لا تتحق من خلاله حيازته بحيازة أصله ومصدره فيكون بطلًا عند المالكية والشافعية والحنابلة وسائر الفقهاء .

فالخيار الذي هو طلب خير الأمرين إما بإمضاء العقد وتقريره أو فسخه ونقضه من أساسه ليس مالًا ولا يصلح أن يكون عوضًا وإنما أذن فيه رسول الله ﷺ لكي يكون وسيلة إلى كمال الرضا ودفع الغبن والتغرير والأمن من الانخداع لمن يخدع في البياعات وليس له دراية بأمور البيع والشراء وعقد الصفقات في الأسواق ، وما أذن رسول الله ﷺ في أن يكون عوضًا في البياعات أو وسيلة إلى المراهنة والقمار ، ويبين مما تقدم أن حق الخيار هو مما لا يقبل حكم العقد شرعًا عند سائر الفقهاء .

* * *

(١) علي الخفيف ، مختصر أحكام المعاملات الشرعية ، العقد ، ( ص ٣ ) ، مطبعة السنة المحمدية .

# خاتمة وتوصيات

لقد شرعت في كتابة هذا البحث ونظرتي لأسواق الأوراق المالية لا يتجاوز مداها حدودنا الإقليمية ، وانتهيت من هذا البحث بعد رحلة مديدة مع الأسفار الأجنبية ، والتي لازمتها وطفت من خلالها على الأسواق العالمية لأرى كيف انحرفت هذه الأسواق عن مسارها ، وكيف أضافت إلى وظائفها الأصيلة التي قامت من أجلها ، ودعت الحاجة والضرورة إلى وجودها ؛ وظائفَ جديدة ما كان لها أن تقوم بها لولا الرغبة المحمومة في الثراء السريع ، فتحولت هذه الأسواق إلى ما يشبه أندية القمار [١] . وليس أدل على ذلك من تخصيص بعض ردهات هذه البورصات للمراهنة على تقلبات واتجاهات الأسعار ، وليس مفاد ذلك أن البورصة كيان ذميم ، وأن كل من يتردد عليها مقامر ومُليم « بضم الميم » فما عرضنا له إنما هو من سلوكيات المجتمعات الغربية التي فصلت بين الدين والدنيا ، ويظل للبورصة دورها الأصيل الذي قامت من أجله .

إن أحدًا لا يماري أن اختلاف القوانين الوضعية من بلد لآخر أمر طبيعي ؛ لأن هذه القوانين تعبِّر عن فلسفة هذه الشعوب وتراثها وقيمها ومعتقداتها ، وتتعدد بتعدد حاجاتها وتتبدل وتتغير بتغير الزمان والمكان وحركة التطور في شتى العصور والأزمان ، إلا أن المثير للدهشة حقًّا أن معظم الدول العربية التي يدين معظم شعوبها بالإسلام تحكمها أعراف وقوانين الدول الغربية رغم بعد المشقة بين هذه وتلك ، وقد ترتب على اقتباس هذه التشريعات من الغرب أن جاءت هذه الدول بتشريعات لم نألفها ، ومعتقدات لا ندين بها ، ولا تعبر إلا عن فلسفة شعوبها ؛ لذلك لم يكن مستغربًا أن نرى معظم هذه التشريعات تستبيح التعامل في ما حرم علينا ، وأصبحت المؤسسات

---

(١) وليس ذلك بمستغرب وقد وصفها كينز بأنها كازينو للقمار .

Keynes himself uses the term in this sense in his general theory where he describes the stock market as casino inflation, Thomos Wilson 1961.

المالية تتبارى وتتنافس فيما بينها في ابتكار الأساليب الربوية وعرضها على جمهور المدخرين بعد تغليفها في صور استثمارية حديثة ، وهي لا تدري بذلك أنها تزخرف الإفك وتزين الباطل .

وإذا كانت هذه الممارسات قد وجدت قبولًا عند البعض فإن طائفة من المسلمين ما زالت قابضة على دينها تنأى وتعرض عن هذه الممارسات تجنبًا للشبهات ؛ الأمر الذي ترتب عليه توجُّه هذه المدخرات إلى الاستثمار السلبي في شراء الذهب والأراضي وتشييد المباني ، والأغرب من هذا وذاك هو أن بعض التشريعات العربية تنظر الآن في استخدام حق الخيار في البورصات ، والذي يمثل أعلى درجات المقامرة والرهان .

إن هناك دعوة مستمرة من جانب المسؤولين عن الأسواق في الدول العربية إلى تنشيط التداول ببورصات الأوراق المالية ، ومن أجل ذلك تنعقد الندوات وتقام المنتديات وتنفق عشرات الآلاف من الدولارات ، وقد خفي على أنصار هذا الاتجاه عدة أمور ؛ منها : أن حامل السهم شريك في الشركة ، والأصل في الشركة هو استمرارية الشريك والاستثناء هو الانسحاب أو الانفصال ؛ صحيح أن الفقهاء أجازوا انتقال حصة الشريك إلى شريك آخر إذا اتفق الشركاء القدامى على الاستمرار بالشركة مع الشريك الجديد وإلا فسخت الشركة ، إلا أنه يبقى أن الأصل في ذلك هو احتفاظ كل شريك بحصته في رأس مال الشركة ، فخروجه منها يعتبر حدثًا طارئًا والاستثناء لا يقاس عليه وإلا كان القياس باطلًا . وفضلًا عن ذلك فإن إفراغ شركة المساهمة من العنصر الشخصي تمامًا باعتبار ما لها من شخصية معنوية وذمة مالية مستقلة تفصل بين أموال الشركة والشركاء من شأنه قطع كل صلة بالجذور الفقهية للشركة الإسلامية ولن تعود بعده إسلامية .

إن التداول الذي يحث الإسلام على تنشيطه هو التداول الإنتاجي الذي يخلق المنافع ، أما التداول غير الإنتاجي والذي يتربح من خلاله طائفة من المضاربين بخلق بيوع غير حقيقية من خلال البيع على المكشوف واستباحة بيع المعدوم وبيع الغائب المجهول فهو أمر مذموم ينطوي على الجهالة والغرر المحيطين بهذه البيوع ولو توفرت المعلومات عن وحدات الإنتاج المتعامل عليها للكافة ما قامت هذه المضاربات .

لقد انبرت بعض الأقلام المسؤولة في مصر لتعلن في وثيقة مكتوبة أن البيع على المكشوف « أي المعدوم » هو شرط أساسي لقيام السوق ، ونحن نقول لهؤلاء وأولئك :

إن تنشيط التداول وسرعة دوران أوراق الشركات ليس بالضرورة مطلبًا أساسيًا ، وإنما هي قدرة حاملي الأسهم على تسييل ما في حوزتهم من أوراق في وقت قصير في السوق وهذه المقدرة لا تستمد وجودها من الشعوذة المالية داخل البورصة وإنما من خلال الأداء الجيد للشركات وما تظهره نتائج أعمالها ، ولكن ما ظننا بسلع كاسدة تعرض في الأسواق لا يقدر على تصريفها إلا محتال أو غشاش ولا يقدم على شرائها إلا جاهل بأمور البيع والشراء والتعامل في الأسواق .

**التوصيات والمقترحات :**

**أولًا : التوصيات :**

نوصي بإنشاء سوق إسلامية للأوراق المالية غير إقليمية تشارك فيها كافة الدول الإسلامية ، وتكون قادرة بما تملكه من أدوات مالية وأجهزة فنية ومعدات وأجهزة إليكترونية على جذب الفوائض المالية والمدخرات الوطنية لاستثمارها في مختلف الوحدات الإنتاجية التي تعاني من العجز في مواردها المالية أو التي تنشأ حديثًا في أية دولة من الدول الإسلامية .

ولدينا بعض التصورات لقيام هذه السوق وتقوم جميعًا على تفادي السلبيات التي تقترن حاليًا بمختلف بورصات الأوراق المالية ، وبمعنى آخر فإن هذه التصورات التي سنطرحها نبتغي بها تطهير السوق من أدرانه ، وضمان سلامة البيوع والعقود التي تنعقد في هذه السوق .

**ثانيًا : المقترحات :**

١ - لا يقيد في هذا السوق سوى الشركات التي لا تتعامل في محرم بيعًا ولا شراءً ولا بالفائدة أخذًا ولا عطاءً .

٢ - يتعين على الوسيط المتعاقد التحقق من وجود الأوراق المطلوب بيعها قبل أن يشرع في اتخاذ أي إجراء لتنفيذ الأمر الصادر لديه ، ويكون له الحق في مطالبة العميل بتسليمه الأوراق المطلوب بيعها فور صدور الأمر إليه .

٣ - الأسعار في سوق الأوراق المالية الإسلامية يجري تحديدها عند الثمن الذي يوافق فيه الإيجاب القبول ، سواء كان الإيجاب من جانب العرض أو من جانب الطلب .

٤ – وضع سقوف علوية وحواجز سفلية سعرية لكبح جماح تقلب الأسعار بطريقة عشوائية ، ولا يترك هذا الأمر لجهاز السوق والذي لا يقوم غالبًا بدوره المزعوم إلا في بطون الكتب ، ويتحقق ذلك من خلال تحديد نسبة مئوية لارتفاع السعر أو انخفاضه عن إقفال اليوم السابق .

٥ – الصكوك التي يسمح بتداولها هي الصكوك الاسمية ولا يسمح بقيد الأسهم لحامله ( غير الاسمية ) .

٦ – الأسهم التي تسمح قوانين السوق بتداولها هي الأسهم العادية ، ولا يجوز التعامل على غيرها من الأسهم كالأسهم الممتازة أو أسهم التمتع .

٧ – لا يجوز التعامل على جميع أنواع السندات سواء كانت سندات حكومية أو سندات شركات ، وسواء كانت تغل عائدًا ثابتًا أو متغيرًا طالما أنه لا يرتبط بنتائج النشاط إيجابًا أو سلبًا .

٨ – يتعين على الوسيط المتعاقد باسمه ولحساب موكله أن يقوم فور إتمام الصفقات التي يعقدها بتحرير عقد بالقاعة من أصل وصورتين يتضمن اسم الوسيط البائع واسم الوسيط المشتري ، واسم الشركة التي كانت أوراقها محلًا للتعاقد وعدد الأسهم المباعة وسعر التعاقد ، ويسلم لكلٍّ من البائع والمشتري صورة من عقد البيع ، وهذا الإجراء يضمن سلامة التعاقد ومن شأنه تفادي المنازعات .

٩ – لا يتعامل الوكيل بالعمولة « الوسيط » مع نفسه ولو لتنفيذ عملية تطبيقية إذا تصادف وصدر إليه أمر بالبيع وآخر بالشراء لذات الورقة وبذات السعر ما لم يكن قد عرض الورقة للبيع ، ولم يجد استجابة من جانب الطلب أو طلبها للشراء دون استجابة من جانب العرض وذلك خروجًا من الخلاف بين الفقهاء في جواز توكيل شخص عن العاقدين في عقد واحد ، وإمكان حصوله على سعر أفضل للطرفين .

١٠ – تقوم لجنة الأسعار في السوق الإسلامية بإعادة تقويم المراكز المالية الشركات التي يثبت تعرضها لخسائر جسيمة من شأنها الإضرار بالمساهمين والتأثير على حقوق أصحاب المشروع ؛ فتحدد القيمة الذاتية للسهم في ضوء البيانات والمعلومات اليقينية المتاحة ، وهي بذلك إنما تقوم بالدور الذي يفترض أن يقوم به جهاز السوق في البورصات الغربية والأمريكية ، فإذا لم تتمكن من ذلك توقف التعامل على هذه الأسهم

لرفع الضرر عن المساهمين المحتملين الذين قد يلجأون إلى شراء هذه الأسهم من السوق ، والجهالة تحيط بهم عن التطورات التي تعرضت لها الشركة وذلك لحين اتخاذ قرار من شأنها .

١١ - البيوع الآجلة بمدلولها الاقتصادي وهي التي تتأجل فيها آثار العقد وأحكامه إلى يوم التصفية هي بيوع باطلة شرعًا ولا يجوز انعقادها في السوق الإسلامية .

١٢ - البيع على المكشوف والذي يجري تنفيذه في الأسواق العاجلة والذي ينطوي على بيع الإنسان ما ليس عنده هو من البيوع غير الجائزة شرعًا وعليه فلا مجال في السوق الإسلامية لهذا النوع من البيوع .

١٣ - بيوع الامتيازات المسماة بالبيوع الشرطية أو بيوع الاختيار هي من أفسد أنواع البيوع ولا يجوز التعامل في هذه البيوع في السوق الإسلامية .

١٤ - البيع بالحد والذي يعتمد على الاقتراض من الوسيط هو أحد صور القروض الربوية المحرمة شرعًا ولا يجوز التعامل به في السوق الإسلامية .

١٥ - لا يمكن تصور وجود سوق أوراق مالية إسلامية في غيبة جهاز للمعلومات قادر على تصحيح مسار الأسعار من خلال اللجنة المخصصة لهذا الغرض ؛ حيث يقوم هذا الجهاز بتقويم المراكز المالية للشركات تقويمًا علميًا ، وذلك بغرض الوقوف على مدى سلامتها وإيجاد رابطة حقيقية بين المراكز المالية لهذه الشركات من جهة وأسعار أسهمها في السوق ، وتعتمد مثل هذه الدراسات في مادتها العلمية على البيانات الإجمالية والتفصيلية التي تتضمنها القوائم المالية والحسابات الختامية والتقارير المالية المرافقة لميزانيات هذه الشركة والتي يجري موافاة سوق الأوراق المالية بها جميعًا ، ويستخدم هذا الجهاز كافة طرائق التحليل المالي وأدواته ؛ الأمر الذي يتحقق معه الكشف عن مناحي القوة وأوجه الضعف ، ويمكن معه تحديد القيمة الاقتصادية لأسهم الشركة .

١٦ - وإذا كان استحداث أدوات مالية جديدة من شأنه إفساح المجال وروافد الاختيار أمام أصحاب المدخرات الوطنية لاختيار الأداة الاستثمارية التي تناسب كل منهم ، فإن قيد الأدوات المالية الإسلامية التي تناولت أصولها كتب الفروع الفقهية في السوق الإسلامية من شأنه دعم الشركات الإسلامية . وأهم هذه الأدوات التي قدمها الفكر الإسلامي ونقترح قيدها في السوق الإسلامية :

أ - صكوك مضاربة إسلامية مطلقة ، ويطلق فيها يد المضارب لتثمير مال المضاربة في سائر الأنشطة المباحة والتي يرجو فيها الربح .

ب - صكوك مضاربة إسلامية مخصصة لنشاط معين ، وفيها يلتزم المضارب بتوظيف مال المضاربة في نشاط معين كالإسكان أو الدواء ، فإن خالف ووظف في أنشطة أخرى كان متعديًا وكان ضامنًا .

جـ - صكوك مضاربة إسلامية مخصصة لمشروع معين وبمقتضاها يلتزم المضارب باستثمار مال المضاربة في مشروع مسمى محدد بذاته فإن تعدى ذلك إلى غيره ولو في نفس النشاط كان متعديًا وكان ضامنًا .

وبينما ينفسح المجال وتتعدد روافد الاختيار أمام المضارب في النوع الأول لتثمير مال المضاربة ، تقل في النوع الثاني المجالات التي يمكن أن يتحرك من خلالها المضارب بشكل ملموس ، وتتحدد على وجه تنعدم معه فرص الاختيار في النوع الثالث ، ومع هذا يبقى لكل نوع منها من المزايا النسبية ما يجعله موضع مفاضلة وتفضيل من جانب أرباب الأعمال .

وإذ يأبى اللّٰه العصمة لكتاب غير كتابه فالمنصف من اغتفر قليل خطأ المرء في كثير صوابه .

أسأل اللّٰه ﷻ أن ينفعني بما كتبت ومن رام الانتفاع به من إخواني ، وأن يجعله في ميزان حسناتي ، ومن الأعمال التي لا ينقطع عني نفعها بعد أن أدرج في أكفاني ، وأن يجعل عملي هذا صالحًا ولوجهه خالصًا ، ولله الحمد والمنة وصلاةً وسلامًا على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه وسلم .

* * *

# المَرَاجِع

**أ – مراجع تتعلق بالجانب العلمي في الرسالة .**

**ب – مراجع تتعلق بالجانب الفقهي الإسلامي .**

**- المراجع العلمية العربية :**

**أولًا : الرسائل العلمية :**

١ – د. صالح المرزوقي ، رسالة دكتوراه عن شركة المساهمة في النظام السعودي ، دراسة مقارنة بالفقه الإسلامي .

٢ – د. منى عيسى العيوطي ، رسالة دكتوراه عن التدفقات المالية ودور قطاع الوسطاء الماليين في الاقتصاد المصري ( ١٩٨٥م ) .

٣ – أحمد محيي الدين ، عمل شركات الاستثمار الإسلامية ، رسالة ماجستير .

٤ – د. يعقوب يوسف صرخوة ، الأسهم وتداولها في شركات المساهمة في القانون الكويتي ، دراسة مقارنة في القوانين العربية والفرنسية والإنجليزية ، رسالة دكتوراه .

٥ – خلف سليمان النمري ، شركات الاستثمار الإسلامية ، رسالة ماجستير .

**ثانيًا : مراجع متخصصة في أعمال البورصات :**

١ – حسين تيمور بك ، البورصة وتجارة القطن ط ، المصدر : دار الكتب المصرية ، ( ١٩١٧م ) .

٢ – د. عيسى عبده وآخرون ، البورصات ، المطبعة الأميرية ، ( ١٩٤٧م ) .

٣ – عمليات البورصة في مصر ، د. أحمد زكي هيكل ، طبعة أولى ، ( ١٩٤٩م ) ، المصدر : جمعية الاقتصاد والتشريع .

٤ – د. مقبل جميعي ، الأسواق والبورصات ، المصدر : دار الكتب .

٥ - جول خلاط ، أعمال البورصة في مصر ، مطبعة البوصير ، بالإسكندرية ( ١٩٣٨م ) .

٦ - جورج لوفران ، تاريخ التجارة ، ترجمة : هاشم الحسيني ، مكتبة الحياة ، بيروت .

٧ - فايق كامل ، طرق التجارة في أعمال البورصات ، المصدر : جمعية الاقتصاد والتشريع .

٨ - سامي وهبة ، البورصات وتجارة القطن ، ط ( ٤ ) ، المصدر : معهد التخطيط .

٩ - صندوق النقد العربي ، أسواق رأس المال في الدول العربية .

١٠ - الاتحاد العربي للبورصات ، ندوة أهمية المعلومات والإفصاح عنها في البورصات العربية ، نوفمبر ( ١٩٨٧م ) .

١١ - المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ، أسواق الأوراق المالية العربية ، تنظيمها ، أدواتها ، وأوضاع التعامل فيها .

١٢ - مليكة عريان ، عمليات بورصات الأوراق المالية والبضائع الحاضرة والكونتراتات ( ١٩٣٤م ) .

١٣ - يس عيد السيد ، بورصة الأوراق المالية بالقاهرة ط ، المصدر : جمعية الاقتصاد والتشريع ، ( ١٩٤٩م ) .

١٤ - ص . أميل ليفي ، موجز المعلومات الخاصة بسوق الأوراق المالية ، مطبعة شندلر .

١٥ - البورصة والأوراق المالية ، وزارة شؤون الاستثمار والتعاون الدولي .

١٦ - د. سعيد توفيق ، الاستثمار ، النظرية والتطبيق ، مكتبة عين شمس .

١٧ - إبراهيم محمد أبو العلا ، بورصات الأوراق المالية والقطن ، المصدر : معهد التخطيط ، ( ١٩٦٠م ) .

١٨ - علي شلبي ، بورصة الأوراق المالية ، دراسة علمية وعملية ، الطبعة الأولى ، مكتبة النهضة المصرية ، ( ١٩٦٢م ) .

**ثالثًا : مراجع قانونية :**

١ - د. محمود سمير الشرقاوي ، الشركات التجارية في القانون المصري ، مكتبة دار النهضة .

٢ - د. أبو زيد رضوان ، شركات المساهمة وفقًا لأحكام القانون ( ١٥٩ ) ، لسنة ( ٨١ ) .

٣ - اللائحة التنفيذية للقانون ( ١٥٩ ) ، لسنة ( ٨١ ) ، قانون شركات المساهمة .

٤ - د. رضا عبيد ، القانون التجاري ط ، مطابع شركة النصر للتصدير والاستيراد ، ( ١٩٨٤م ) .

٥ - قانون التجارة ، الهيئة العامة لشؤون المطابع الأميرية ، ( ١٩٨٥م ) .

٦ - د. علي العريف ، شرح القانون التجاري المصري ، ط ( ٢ ) ، لسنة ( ٧٩ ) المصدر : بورصة القاهرة .

٧ - د. ثروت أنيس الأسيوطي ، الصراع الطبقي وقانون التجارة ، القاهرة ، ( ١٩٦٥م ) .

٨ - د. مصطفى كمال طه ، القانون التجاري ، مؤسسة الثقافة الجامعية بالإسكندرية .

٩ - د. سميحة القليوبي ، القانون التجاري ( ج٢ ) ، دار النهضة ، ( ١٩٨١م ) .

١٠ - القانون المدني المصري ، المطابع الأميرية .

١١ - د. علي جمال الدين ، الوجيز في القانون التجاري ، دار النهضة ، ط ( ١٩٨٢م ) .

**رابعًا : المراجع الاقتصادية :**

١ - د. أحمد أبو إسماعيل ، أصول علم الاقتصاد ، دار النهضة العربية ، ( ١٩٧٦م ) .

٢ - د. جمال الدين سعيد ، النظرية العامة لكينز ، دار الجيل للطباعة ، ( ١٩٦٥م ) .

٣ - د. عبد الحميد الغزالي ، مقدمة في الاقتصاديات الكلية ، النقود والبنوك ، دار النهضة ، ط ( ١٩٨٧م ) .

٤ - د. حمدية زهران ، التنمية الاقتصادية ، مكتبة عين شمس .

٥ - د. محمد زكي شافعي ، التنمية الاقتصادية ، دار النهضة العربية ، ( ١٩٦٨م ) .

٦ - الفريد سوفي ، مشكلة السكان في العالم ، ترجمة : د. جلال صادق ، المؤسسة المصرية للأنباء والنشر والتوزيع .

٧ - روبرت هيلبرونر ، قادة الفكر الاقتصادي ، ترجمة : د. راشد البراوي ، دار النهضة العربية .

٨ - د. أحمد جامع ، الرأسمالية الناشئة ، دار المعارف .

٩ - د. علي الجريتلي ، السكان والموارد الاقتصادية في مصر .

١٠ - إستراتيجية التنمية في مصر ، الهيئة العامة للكتاب .

١١ - د. يسري خضر إسماعيل ، تخطيط المشروعات ، دار النهضة المصرية ، ( ١٩٧٢م ) .

١٢ - د. محمد يحيى عويس ، المشاكل الاقتصادية المعاصرة ، ط ( ٧٨ ) .

١٣ - د. عبد الحميد القاضي ، تمويل التنمية الاقتصادية في البلدان المتخلفة ، ط ( ١ ) ، ( ١٩٦٩م ) .

١٤ - د. مصطفى السعيد ، محاضرات في مبادئ الاقتصاد ، دار النهضة العربية ط ( ٧٣ ) .

١٥ - د. محمد عبد العزيز عجمية ، مبادئ علم الاقتصاد ، دار النهضة العربية ، ط ( ٨٠ ) .

١٦ - فرانسيس مورلابيه ، خرافة الندرة ، ترجمة : أحمد حسان ، سلسلة عالم المعرفة .

١٧ - د. محمد يحيى عويس ، التحليل الاقتصادي الكلي ، مطبعة الرسالة ، ( ١٩٦٦م ) .

١٨ - ماركس ، رأس المال ، المجلد الأول ، الجزء الثاني ، مطابع السلام ، ط ( ١٩٨٥م ) .

١٩ - محمد صبحي ، الاقتصاد ، ط ( ٨٥ ، ٨٦ ) ، شركة مطابع السلام .

٢٠ - د. كامل فهمي بشاي ، دور الجهاز المصرفي في التوازن المالي ، الهيئة المصرية العامة للكتاب ، ( ١٩٨١م ) .

٢١ - د. رمزي زكي ، مشكلة التضخم في مصر ، الهيئة المصرية العامة للكتاب ، ( ٨٠ ) .

٢٢ - د. فؤاد مرسي ، الرأسمالية تجدد نفسها ، سلسلة عالم المعرفة ، مارس ( ٩٠ ) .

٢٣ - د. محمد زكي شافعي ، مقدمة في النقود والبنوك ، دار النهضة العربية ، ط ( ٨٣ ) .

٢٤ - ثلاث مقالات عن السكان ، توماس مالتوس ، جوليان هكسلي ، فردريك أوزبورن ، ترجمة : محمد مرسي أبو الليل ، دار الكرنك للطبع والنشر والتوزيع .

٢٥ - د. صبحي تادرس قريصة ، مقدمة في علم الاقتصاد ، دار النهضة العربية ، ( ١٩٨٣م ) .

**خامسًا : مراجع الاقتصاد الإسلامي :**

١ - مجلة الاقتصاد الإسلامي ، العدد ( ١٤١٠ ) ، يوليو ( ١٩٩٠م ) .

٢ - د. رفعت المحجوب ، دراسات اقتصادية إسلامية .

٣ - جاك أوستراي ، الإسلام والتنمية الاقتصادية ، دار الفكر بدمشق ، تعريب د .نبيل صبحي الطويل .

٤ - د. يوسف قاسم ، التعامل التجاري في ميزان الشريعة الإسلامية ، دار النهضة .

٥ - د. عيسى عبده ، النظم المالية في الإسلام ، مطبوعات معهد الدراسات الإسلامية ( ٧٧ ) .

٦ - د. عبد العزيز الخياط ، الشركات في الشريعة الإسلامية ، ط. مؤسسة الرسالة .

٧ - أمين مدني ، الاستثمار المصرفي ، شركات المساهمة في التشريع الإسلامي .

٨ - د. علي السالوس ، المعاملات المالية المعاصرة في ميزان الفقه الإسلامي ، الطبعة الثانية المعدلة ، مكتبة الفلاح الكويتي .

٩ - د. علي السالوس ، حكم ودائع البنوك وشهادات الاستثمار في الفقه الإسلامي ، الدوحة ، دار الثقافة ، ( ١٩٩٠م ) .

١٠ – د. علي السالوس ، أجرؤكم على الفتيا أجرؤكم على النار ، دار الاعتصام .

١١ – معجزة الإسلام في موقفه من الربا ، المعهد الدولي للبنوك والاقتصاد الإسلامي .

١٢ – د. معبد الجارحي ، نظرة إسلامية إلى الأسواق المالية والسلعية ، صندوق النقد العربي .

١٣ – د. أحمد يوسف سليمان ، التشريع الإسلامي في مسائل البورصة ، موسوعة اتحاد البنوك الإسلامية ، ( ج٥ ) .

١٤ – د. علي أحمد السالوس ، حكم أعمال البنوك في الفقه الإسلامي رسالة الأزهر .

١٥ – عبد السميع المصري ، نظرية الإسلام الاقتصادية .

١٦ – مصطفى عبد الله الهمشري ، الأعمال المصرفية والإسلام ، سلسلة البحوث الإسلامية ، مجمع البحوث الإسلامية .

**سادسًا : مراجع إحصائية :**

١ – د. عبد الحميد فراج ، الأسلوب الإحصائي ، ( ١٩٦٩م ) ، دار النهضة العربية .

**سابعًا : البحوث والمقالات الاقتصادية :**

١ – د. أمال التيجاني ، ندوة الاستثمار ومعوقاته ، اتحاد البورصات ، الدار البيضاء ، ديسمبر ، ( ١٩٨٦م ) .

٢ – فيصل علي المطوع ، مجلة البورصات العربية ، العدد الثاني ، شوال ، حزيران ، ( ١٩٨٥م ) .

٣ – د. جاسم المضف ، بحث في ندوة الاستثمار ومعوقاته في بورصات الأوراق المالية ، الاتحاد العربي للبورصات .

٤ – سمير عبد الحميد رضوان ، بحث عن الانفجار السكاني وأوهام المالتوسيين ، مجلة الاقتصاد الإسلامي ، عدد ( ١٠٩ ) .

٥ – د. محمد عبد المنعم عفر ، مشكلة التخلف ومسار التنمية ، بحث في مجلة الاقتصاد الإسلامي ، العدد ( ١٧ ) .

٦ – د. سعد الدين إبراهيم ، بحث مقدم لمؤتمر الاقتصاديين الثاني سنة ( ١٩٧٧م )

تحت عنوان : نظرية سوسيولوجية للتنمية في العالم الثالث .

٧ - د. كارم السيد غنيم ، تعقيب على بحث للدكتور أحمد شوقي الفنجري ، مجلة المسلم المعاصر ، العدد ( ٤٨ ) .

٨ - سمير عبد الحميد رضوان ، مقال للباحث بالأهرام الاقتصادي العدد ( ١١٧٩ ) . بتاريخ ( ١٩٩١/٨/١٩م ) بعنوان : ردة في سوق المال ، أثر سعر الفائدة على انتقال الأموال بين سوقي النقود ورأس المال .

٩ - سمير عبد الحميد رضوان ، مقال للباحث بالأهرام الاقتصادي بعنوان : هل يمكن إصدار صكوك تنمية إسلامية ، العدد ( ١١٧١ ) ، بتاريخ ( ١٩٩١/٦/٢٤م ) .

١٠ - سمير عبد الحميد رضوان ، مقال للباحث بالأهرام الاقتصادي بعنوان : لا للأسهم لحاملها التي ألغاها القانون ، العدد ( ١١٧٠ ) ، بتاريخ ( ١٩٩١/٦/١٧م ) .

١١ - د. مخلف أحمد عبد الغني ، مقال حول أزمة الاقتصاد المصري ، الأهرام الاقتصادي ، العدد ( ٩٥٤ ) .

١٢ - د. جمال الدين الشيشتي ، بحث عن دور سوق الأوراق المالية في تمويل التنمية ، صندوق النقد العربي .

١٣ - أمين بهبهاني ، مقال بمجلة البورصات ، الكويت ، فبراير ، ( ١٩٨٦م ) .

١٤ - د. عبد الله عبد المجيد المالكي ، مقال بمجلة البورصات العربية ، آذار ، ( ١٩٨٧م ) .

١٥ - المستشار / ياقوت العشماوي ، بحث عن التصويت في شركات المساهمة في الشريعة والقانون ، مجلة البنوك الإسلامية ، العدد ( ٦٩ ) ، نوفمبر ( ١٩٨٩م ) .

١٦ - د. سيف الدين إبراهيم تاج الدين ، الاستثمار وسوق الأوراق المالية من منظور إسلامي ؛ الأمانة العليا لجامعة الدول العربية الإدارة العامة للشؤون الاقتصادية .

١٧ - التمويل بالمشاركة ، بحث لمركز الاقتصاد الإسلامي ، المصرف الإسلامي الدولي .

١٨ - سمير عبد الحميد رضوان ، بحث في مجلة الأزهر الشريف بعنوان : البديل الإسلامي للأدوات الربوية في أسواق رأس المال ، عدد يوليو ، ( ١٩٩١م ) ، ( ص ٤٩ ) .

**ثامنًا : الموسوعات العربية :**

١ - الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية ، الجزءين الخامس والسادس .

٢ - الموسوعة العربية الميسرة ، جزء ( ١ ) ، دار نهضة بيروت .

**تاسعًا : معاجم اللغة العربية ومصطلحاتها وألفاظ القرآن الكريم :**

١ - لسان العرب ، ابن منظور ، طبعة دار المعارف .

٢ - المعجم الوسيط ، مجمع اللغة العربية ( ج١ ، ج٢ ) .

٣ - مختار الصحاح ، للرازي ، دار ومكتبة الهلال ، بيروت .

٤ - معجم ألفاظ القرآن الكريم ، دار الحديث .

**ب - مراجع تتعلق بالجانب الفقهي الإسلامي :**

**أولًا : مصادر تفسير القرآن الكريم :**

١ - تفسير القرآن العظيم لابن كثير ، إسماعيل بن كثير ، مطبعة عيسى البابي الحلبي .

٢ - تفسير النسفي ، عبد الله بن أحمد بن محمود النسفي ، مطبعة عيسى البابي الحلبي .

٣ - في ظلال القرآن الكريم ، سيد قطب ، مكتب دار الشروق .

**ثانيًا : مصادر كتب الحديث :**

١ - اللؤلؤ والمرجان فيما اتفق عليه الشيخان ، فؤاد عبد الباقي ، دار التراث .

٢ - صحيح البخاري ، أبي عبد الله محمد بن إسماعيل البخاري ، بشرح السندي ، مكتبة عيسى البابي الحلبي .

٣ - صحيح مسلم ، بشرح النووي ، الإمام مسلم بن حجاج النيسابوري ، المطبعة المصرية .

٤ - نيل الأوطار ، محمد بن علي بن محمد الشوكاني ، مكتبة الدعوة الإسلامية .

٥ - سبل السلام ، شرح بلوغ المرام ، محمد بن إسماعيل الأمير اليمني الصنعاني ، مكتبة عاطف .

٦ - بلوغ المرام من أدلة الأحكام ، للإمام ابن حجر العسقلاني ، دار الجيل بيروت .

٧ - جمع الجوامع ، المعروف بالجامع الكبير للإمام جلال الدين السيوطي ، من

موسوعة السنة ، مجمع البحوث الإسلامية ، الأزهر .

٨ - رياض الصالحين من كلام سيد المرسلين ، أبي زكري يحيى بن شرف النووي ، دار الكتاب العربي .

٩ - التاج الجامع للأصول في أحاديث الرسول ، الشيخ منصور علي ناصف .

١٠ - الكبائر ، للإمام أبي عبد الله محمد شمس الدين الذهبي الدمشقي ، دار التراث العربي .

١١ - الزواجر عن اقتراف الكبائر ، الإمام ابن حجر الهيتمي ، مطابع الشعب .

**ثالثًا : مصادر الفقه في المذاهب الإسلامية :**

**أ - المذهب الحنفي :**

١ - الأشباه والنظائر ، ابن نجيم الحنفي ، مؤسسة الحلبي وشركائه .

٢ - رد المحتار على الدر المختار ، ابن عابدين ، مطبعة عيسى الحلبي .

٣ - بدائع الصنائع ، أبو بكر مسعود الكاساني الحنفي ، ط ( ١٩١١م ) ، مطبعة الجمالية .

**ب - المذهب المالكي :**

١ - موطأ الإمام مالك ، الإمام مالك بن أنس بشرح فؤاد عبد الباقي ، طبعة عيسى الحلبي .

٢ - بداية المجتهد ونهاية المقتصد ، محمد بن أحمد بن رشد الحفيد ، طبعة دار الكتب الحديثة .

٣ - الشرح الصغير على أقرب المسالك لمذهب الإمام مالك ، الشيخ أحمد ابن محمد بن أحمد الدردير ، طبعة الإمارات العربية .

٤ - الكافي في فقه أهل المدينة المالكي ، ابن عبد البر النمري القرطبي ، دار الكتب العلمية ، بيروت .

**ج - المذهب الشافعي :**

١ - الأم ، الإمام محمد بن إدريس الشافعي ، طبعة بولاق مصورة .

٢ - كفاية الأخيار حل في غاية الاختصار ، أبي بكر بن محمد الحسيني الدمشقي ، ط. عيسى الحلبي .

٣ - الإجماع ، ابن المنذر ، دار الدعوة .

٤ - أبو حامد الغزالي ، إحياء علوم الدين ، ط. عيسى الحلبي .

٥ - مختصر المازني ، على كتاب الأم ، المزني بن يحيى المزني ، طبعة مصورة عن طبعة بولاق ، الدار المصرية للتأليف والترجمة .

د - المذهب الحنبلي :

١ - المغني ، عبد الله بن أحمد بن قدامة المقدسي ، مكتبة جمهورية مصر ، الجزء الخامس .

٢ - المغني ، عبد الله بن أحمد بن قدامة المقدسي ، مكتبة القاهرة ، الجزء الرابع .

٣ - الفتاوى الكبرى ، ابن تيمية ، أحمد بن عبد الحليم بن عبد السلام بن تيمية ، مكتبة دار المنار .

٤ - إعلام الموقعين عن رب العالمين ، ابن قيم الجوزية ، محمد بن أبي بكر ، مكتبة دار الحديث .

٥ - زاد المعاد في هدي خير العباد ، الإمام ابن قيم الجوزية ، المطبعة المصرية ومكتبتها .

٦ - رسالة القياس ، ابن تيمية وابن قيم الجوزية ، ط. دار الآفاق الجديدة ، بيروت .

٧ - كشف القناع عن متن الإقناع ، جزء ( ٣ ) ، منصور بن يونس ، مكتبة النصر الحديثة بالرياض .

هـ - المذهب الظاهري :

١ - المحلى ، ابن حزم ، علي بن أحمد بن سعيد بن حزم ، مكتبة دار التراث .

٢ - مراتب الإجماع ، ابن حزم ، مكتبة دار الآفاق الجديدة ، بيروت .

رابعًا : مصادر أصول الفقه :

١ - الإحكام في أصول الأحكام ، ابن حزم الأندلسي ، مطبعة العاصمة .

٢ - أصول الفقه ، محمد أبو زهرة ، دار الفكر العربي .

٣ - الاعتصام ، الشاطبي ، الإمام أبي إسحاق إبراهيم بن موسى بن محمد اللخمي الشاطبي الغرناطي ، بتحقيق : محمد رشيد رضا ، دار المعرفة للطباعة والنشر .

**خامسًا : مراجع الفقه والفكر الإسلامي المعاصر :**

١ - عبد الرحمن الجزيري ، الفقه على المذاهب الأربعة ، دار الإرشاد للتأليف والطبع والنشر .

٢ - صوفي أبو طالب ، تطبيق الشريعة الإسلامية في البلاد العربية ، دار النهضة العربية .

٣ - عبد الهادي أبو سريع ، الربا والقرض في الفكر الإسلامي ، ط. الاعتصام .

٤ - محمد أبو زهرة ، تحريم الربا نظام اقتصادي ، دار الفكر العربي .

٥ - الشيخ علي الخفيف ، الشركات في الفقه الإسلامي ، مطابع دار النشر للجامعات المصرية سنة ( ٦٢ ) .

٦ - الشيخ عبد الفتاح محمد أبو العينين ، الشركات في الفقه الإسلامي ، دار النهضة .

٧ - الشيخ سيد سابق ، فقه السنة ، المطبعة النموذجية .

٨ - الشيخ محمود شلتوت ، الفتاوى ، دار الشروق .

٩ - أبو الأعلى المودودي ، الربا ، تعريب محمد عاصم .

١٠ - د. عبد الحميد محمود البعلي ، ضوابط العقود في الفقه الإسلامي .

١١ - تقي الدين التميمي ، سيرته ﷺ ، هجر للطباعة والنشر .

١٢ - د. عبد الناصر توفيق العطار ، أحكام العقود في الشريعة الإسلامية والقانون المدني .

١٣ - الشيخ محمد خاطر وآخرون ، محاضرات في الفقه الإسلامي .

١٤ - الشيخ علي الخفيف ، مختصر أحكام المعاملات الشرعية ، مطبعة السنة المحمدية .

١٥ - الشيخ محمد أبو زهرة ، الملكية ونظرية العقد في الشريعة الإسلامية ، دار الفكر العربي .

١٦ - د. محمد يوسف موسى ، الأموال ونظرية العقد ، دار الفكر العربي .

١٧ - د. عبد الرزاق فرج السنهوري ، مصادر الحق في الفقه الإسلامي ، العقد ( ج٣ ) ، دار النهضة .

١٨ - محمد بن الحسن الحجوي الثعالبي الفاسي ، الفكر السامي في تاريخ الفقه الإسلامي ، المكتبة العلمية بالمدينة المنورة .

١٩ - الشيخ أحمد إبراهيم بك ، المعاملات الشرعية المالية ، المطبعة الفنية .

**سادسًا : الفتاوى :**

١ - الفتاوى الشرعية في المسائل الاقتصادية ، بيت التمويل الكويتي .

٢ - الفتاوى الإسلامية في القضايا الاقتصادية ، كتاب الأهرام الاقتصادي ، الجزء الثاني ، مايو ( ١٩٨٩م ) .

٣ - الفتاوى الإسلامية ، المجلد التاسع ، دار الإفتاء ، العدد ( ٢٧ ) .

٤ - فتاوى شرعية في الأعمال المصرفية ، مطبوعات بنك دبي الإسلامي ، أكتوبر ( ١٩٨٥م ) .

٥ - الفتاوى الشرعية في إثبات ربوية الفوائد البنكية ، صادرة من المجامع والمؤتمرات الفقهية بمجمع إدارة بحوث الاقتصاد الإسلامي ، الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية .

٦ - أرباح البنوك بين الحلال والحرام ، كتاب أكتوبر ، ط ( ٩٠ ) .

* * *

**المراجع الأجنبية :**

1 - Alfred Marshall. Principles of Economic, eight ed.

2 - Eric Wolf, Peasant, Prentice Hall Inc 1960.

3 - Nash, Premetive and Peasant Economic Systems, Chandler Publishing co. California, 1966.

4 - George Dalton, Economic System & Society, Political Economy.

5 - Charles Amos Dice, The Stock Market, third ed, New York Tornoto London, Mc. Graw Hill Book Company Inc 1952.

6 - Fredric Amling, Investment, fourth edition, Prentice Hall Inc, New Jersey.

7 - Charles N. Henning & William Pigott, Financial Markets and the Economy.

8 - Archer Choate, Financial Management, An introduction,John Willey & sons, New York.

9 - Robert H. Wassel, Principles of Financial Analysis.

10 - Kennth Garbade, Securities Markets,MC Graw - hill Book Company, New York.

11 - James c. Van Horn, Financial Management and Policy, Prentice - hall - new Jersey,1980.

12 - Bash Macmillan, Financing Economic Development December, 1963.

13 - Form, Trading and Administration of Securities Deutsche Bank.

14 - Hazem El Beblawi,The Kuwaiti Stock Market (1940 - 1980) The Industrial Bank of Kuwait.

15 - Harold Wincott, The Stock Market, London.

16 - Dr. Med. Hassanin, Topics in Investment Analysis, Notes, The American University in Cairo, sep 87.

17 - Nouran Mostafa Kamal, The Euromarkets Financial Centers across National Borders,A Macro Economic Analysis.

18 - Thompson & Lewis, Population Problem,5th ed Mc. Graw - hill Book Company New york.

19 - Thoms Wilson, Inflation, Oxford, Basil Black Well.

20 - karl Marx,Capital,voll 11 Progress Publishers,Moscow.

21 - Chamber of the Basle Stock Exchange, Regulations Governing the Admission of Securities for Listing.

22 - Marshall Sarnat, Principles of Financial Management, Haim Levy,1988.

23 - Jack Clark Francis, Management of Investment, Second ed, Mc, Grow - hill International ed, 1988.

24 - John Clendnin, Introduction to Investment, Third ed, 1960 Mc Grow - hill book cõ, Inc.

25 - Francis w - Hirst, The Stock Exchange,A Short Study of Investment and Speculation London, 1945.

26 - Hartly Withers̃, Stock and Shares, London.

27 - Paul A Sameulson, Economic, 9th ed, Mc Grow hill, New York, 1973.

28 - Nurks̃ Problems of Capital Formation in Under - Developed Countries.

29 - Eric Roll,A History of Economic Thought,3rd ed, Engle Wood Cliffs. N. J. Prentic, Hall Inc.

30 - David, k Eiteman, Business Finance,ed, 1973.

31 - Madura, Introduction to Financial Management,1988, West Publishing Company, New York.

32 - Haim Levy & Marshell Sarnat, Capital Investment and Financial Decision.

33 - Gerald m. Meir,Leading Lssues in Economic Development,4th ed.

34 - American Peoples Encyclopedia, vol 17.

35 - The Encyclopedia Americana, International Edition,vol 17 American Corporation International Headquarters.

36 - The New Encyclopedia Britannica,vol0 11 Inc,William Bentan Publisher.

37 - Hutchinsons New 20th Century Encyclopedia.

38 - A Dictionary of Political Economy Progress Publishers, Moscow, USSR.

39 - Blacks Low Dictionary by Henry Black, 4th, ed, 1966.

40 - Longman Dictionary of Business English J.H. Adam. Librarire Du Liban.

41 - A Dictionary of Economic, Business & Finance English Arabic Complied & edited by Nabih Ghattas.

42 - A Dictionary of Economics & Commerce. Mostafa Henni. (Librairie Du Liban).

43 - Meyers Kleines Lexkon Erster Brand (German Encyclopedia).

44 - Dictionary Encyclopedia Quiliet Pasis Raoul Mortier.

45 - The New Colombia Encyclopedia.

46 - Websters, Third New International Dic.

* * *

# التَّعَامُلُ فِي أَسْوَاقِ الْعُمْلَاتِ الدَّوْلِيَّةِ

تأليفُ
حَمْدِي عَبْدُ العَظِيمِ

# مُقَدِّمَة

يعتبر التعامل في أسواق العملات الدولية من الأنشطة الاقتصادية التي اتجهت أهميتها النسبية في الوقت الحاضر إلى الازدياد بشكل ملحوظ ؛ إذ إن ظروف النشاط الاقتصادي في العالم ، وما يرتبط بها من تداول للعملات الخاصة بمختلف الدول ، جعلت هناك دولًا لديها فائض من النقد الأجنبي تبحث عن سبل أو مجالات لتوظيفه ؛ وذلك في الوقت الذي تعاني فيه دول أخرى من عجز أو ندرة النقد الأجنبي ، الأمر الذي يدفعها إلى شراء ما تحتاج إليه من عملات أجنبية ضرورية لتمويل احتياجات التنمية الاقتصادية والاجتماعية ، فتلجأ إلى الأسواق المالية المحلية والعالمية .

وبذلك يلتقي العرض والطلب على النقد الأجنبي ، وبمقدار ندرة أو وفرة هذا النقد ، تتحدد أسعار البيع والشراء في الأسواق الحرة .

ويجدر الإشارة إلى أنه مع زيادة حجم النشاط الاقتصادي في العالم ، وسرعة تعاقب الدورات الاقتصادية ، زاد حجم الطلب على العملات الأجنبية في الأسواق الدولية في الوقت الذي لم يزد فيه حجم المعروض من النقد الأجنبي بنفس النسبة ، مما أدى إلى نمو حجم نشاط سماسرة تجارة العملة الذين يتوسطون بين البائعين والمشترين، وتحقيق مكاسب كبيرة نتيجة المضاربة الاقتصادية في تلك الأسواق ، ولا يخفى أن طبيعة النشاط الاقتصادي تفرض في كثير من الأحيان التعامل الآجل في الصفقات الصادرة أو الواردة ، ويصاحب ذلك الاتفاق على سعر صرف آجل أو في المستقبل لشراء وبيع العملات الأجنبية ؛ وذلك بالإضافة إلى أسعار الشراء والبيع التي يتم تحديدها للتحويلات النقدية بالعملات الأجنبية عبر المصارف المختلفة .

وفي هذه الدراسة نتناول دراسة المعاملات المعاصرة في أسواق العملات الأجنبية من حيث المفاهيم الأساسية ، وصور التعامل ، ومدى الحاجة إليها ، وواقع التعامل الحالي ، وكيفية تحديد أسعار الصرف في أسواق العملات الأجنبية ، وأهم المخاطر التي تنتج عن

هذه المعاملات ، والآثار الاقتصادية المترتبة عليها .

كما نتناول بيان أهم المؤسسات المالية والنقدية وعلاقتها بتحديد أسعار العملات الأجنبية .

ويلاحظ أن المؤسسات المالية والاستثمارية الإسلامية تعمل في بيئة اقتصادية تتأثر بالتغيرات الاقتصادية ، والسياسية المحلية والعالمية ، وتقوم بتمويل تجارة صادرة وواردة بأسعار صرف متعددة ، كما أنها تتعامل بالآجال في بعض الصفقات وهو ما استلزم تحديد أسعار آجلة ، ومستقبلية للعملات الأجنبية ، وكذلك أسعار للتحويلات النقدية التي ترد إلى خزائن البنوك الإسلامية ، أو شركات الاستثمار التي تطبق أحكام الشريعة الإسلامية .

ومن هنا فإن هناك حاجة ماسّة إلى ضرورة بحث الرأي الشرعي حول المعاملات في أسواق العملات الأجنبية ، للوقوف على موقف الإسلام من هذه المعاملات ، وأهم الضوابط الشرعية التي يجب مراعاتها عند إجراء تلك المعاملات .

وذلك بالإضافة إلى دراسة الصور التطبيقية للمعاملات في أسواق العملات الأجنبية ؛ مثل : البيع المباشر للعملات الأجنبية ، أو تسوية المدفوعات ، وأرصدة المديونية والدائنية في حالة تغير قيمة إحدى العملات الدولية التي تستخدم كوسيلة للتبادل ، أو إجراء المعاملات ، وذلك من وجهة نظر أحكام الشريعة الإسلامية .

ولا يفوتنا أن نقوم بدراسة أهم الاجتهادات الفقهية الحديثة حول نشاط المضاربة الاقتصادية ( المغامرة ) في أسواق العملات الحرة في البورصات الدولية ؛ وبذلك فإن البحث يتوسع ليشمل مدى مطابقة صور المعاملات المعاصرة في أسواق العملات الأجنبية لأحكام الشريعة الإسلامية ، وبعد الانتهاء من دراسة الجوانب المعاصرة والجوانب الشرعية للمعاملات في أسواق العملات الأجنبية نتناول دراسة النماذج المستعملة حاليًا ، والنماذج المقترحة للتعامل في تلك الأسواق ؛ وذلك في إطار أحكام الشريعة الإسلامية .

**أهمية البحث :**

وتنبع أهمية هذا البحث من حقيقة أن العالم يتجه الآن إلى زيادة درجة الاعتماد على آليات السوق الحرة في تحديد أسعار مختلف الصفقات والتحويلات وتخصيص الموارد

المالية بالعملات المحلية وبالعملات الأجنبية ، كما نجد أن العديد من دول العالم النامي والمتقدم على السواء ، تتجه إلى زيادة درجة انفتاح اقتصادياتها على بقية دول العالم ( Outword Oriented ) ، وهو ما يتضمن وجود تبادل سلعي ، ورؤوس أموال ، وعناصر إنتاج متعددة مقومة بعملات أجنبية متعددة يلزم تحديد قيم ، أو معدلات لتبادلها مع العملة المحلية للدولة المعنية ، وبعبارة أخرى فإن زيادة اندماج اقتصاد كل دولة في الاقتصاد العالمي يحتم عليها الاستناد إلى قوى السوق الحرة لتحديد أسعار العملات الأجنبية مقابل العملة الوطنية ؛ سواء فيما يتعلق بالصفقات الحاضرة أو بالصفقات الآجلة في المستقبل أو للتحويلات المصرفية .

ولما كانت أسواق العملات الأجنبية تتوطن في البنوك التجارية ، وأسواق المال ، والمؤسسات المالية الأخرى ، ولما كان بعض هذه المؤسسات يعمل في إطار أحكام الشريعة الإسلامية ، فإن الأمر يتطلب البحث عن مدى مطابقة مثل هذه المعاملات لأحكام الشريعة الإسلامية ، أو البحث عن الصيغة ، أو النموذج المناسب لإجراء هذه المعاملات دون الإخلال بالأحكام الشرعية .

**مشكلة البحث :**

تتعلق مشكلة البحث بمعالجة المعادلة الصعبة المتمثلة في عدم إمكانية امتناع البنوك والمؤسسات المالية والاستثمارية عن التعامل في أسواق العملات الأجنبية بصوره المختلفة الحاضرة ، والآجلة ، والمستقبلية ، والتحويلات ، والبيع ، والشراء المباشر للعملة ، وفي نفس الوقت عدم تجاهل أحكام الشريعة الإسلامية ، وضوابطها الشرعية للمعاملات في تلك الأسواق ، وهو ما يتطلب البحث عن نموذج يحقق التوافق بين الصور المعاصرة للتعامل في أسواق العملات الأجنبية ، وأحكام وضوابط الشريعة الإسلامية الواجبة التطبيق .

**فروض البحث :**

يمكن بيان أهم الفروض الأساسية للبحث كما يلي :

**الفرض الأول** : التعامل في أسواق العملات الدولية نشاط أساسي للمؤسسات المالية ، والنقدية المعاصرة ؛ سواء منها التقليدية أو الإسلامية ، وله مخاطر وآثار اقتصادية متعددة .

**الفرض الثاني** : الشريعة الإسلامية تنظم هذه الأسواق تنظيمًا يكفل لها الاستقرار والقسط .

**الهدف من البحث :**

يهدف البحث إلى بيان أهمية وطبيعة المعاملات المعاصرة في أسواق العملات الأجنبية ، وأهم مخاطرها ، والآثار الاقتصادية المترتبة عليها ، كما يهدف البحث إلى بيان موقف الإسلام من الصور أو الصيغ المختلفة للمعاملات التي تحدث في أسواق العملات الأجنبية الحاضرة ، والآجلة ، والمستقبلية ، والتحويلات عبر المصارف المختلفة ، ويهدف البحث بعد ذلك إلى معرفة أهم الصيغ أو النماذج المستعملة حاليًا في الأسواق المذكورة ، واقتراح نموذج جديد لإجراء تلك المعاملات بما يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية .

**تبويب الدراسة :**

تشتمل الدراسة على ثلاثة موضوعات رئيسية ، يتعلق الأول منها بالعملات المعاصرة في أسواق العملات الأجنبية ؛ حيث نتناول بيان مفهوم سوق العملة ، وصور التعامل فيها ، والتعريفات الأساسية المستخدمة في الدراسة ، بالإضافة إلى دراسة طبيعة المعاملات ، وكيفية تحديد أسعار العملات الأجنبية في أسواق العملات الأجنبية ، وأهم المخاطر والآثار الاقتصادية المترتبة على التعامل في هذه الأسواق ، وذلك مع بيان أهم المؤسسات المالية ، والنقدية التي تلعب دورًا واضحًا في تحديد أسعار العملات الأجنبية ، والموضوع الثاني : الذي تشتمل عليه الدراسة هو الرأي الشرعي في المعاملات في أسواق العملات الأجنبية ، للمعاملات التي تحدث في هذه الأسواق ، ومدى مطابقة صور المعاملات المعاصرة لأحكام الشريعة الإسلامية ، أما الموضوع الثالث : فيتناول دراسة النماذج المستعملة حاليًا في المعاملات في أسواق العملات الأجنبية المقترحة للتعامل في تلك الأسواق بما يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية .

* * *

# الفَصْلُ الأول : المعاملات المعاصرة في أسواق العملات الأجنبية

نتناول في هذا البند دراسة المفاهيم المختلفة لسوق العملة ، وصور التعامل فيها ، ومدى الحاجة إليها ، وواقع وحجم التعامل الحالي فيها ، ونوضح أهم التعريفات المستخدمة للتعبير عن سعر العملة وفقًا للبعد الزمني لصرف العملات الأجنبية ، وطبيعة المعاملات في أسواق العملات الدولية ، وكيفية تحديد أسعار الصرف ، ومخاطر التعامل في تلك الأسواق ، وأخيرًا : أهم المؤسسات المالية والنقدية ، ودورها في تحديد أسعار العملات الأجنبية ، وفيما يلي تفصيلًا لما أجملناه :

## أ- مفهوم سوق العملة ، وصور التعامل فيها ، ومدى الحاجة إليها ، وواقع وحجم التعامل الحالي :

**ويقصد بسوق العملة** : ذلك الإطار الذي يحقق تلاقي البائعين والمشترين للعملات الأجنبية ، والذين ينتشرون في كافة أنحاء العالم ، خاصةً في المراكز المالية الكبرى ؛ مثل : نيويورك ، ولندن ، وباريس ، وزيورخ ، وفرانكفورت ، وطوكيو ، وهامبورج ... إلخ . وترتبط هذه المراكز المالية ببعضها البعض بواسطة شبكات التلكس ، التليفون ، الفاكس ، وغيرها ، كما أن هذه المراكز يوجد لديها ترتيبات تحقق سهولة انتقال العملات أو الأموال من سوق إلى أخرى ، وهو ما يحقق تقارب أسعار العملات في كافة الأسواق ؛ حيث إن قوى العرض والطلب وهي أساس عمل سوق المنافسة الكاملة - تعتبر الأساس الذي تعتمد عليه الأسواق المذكورة في تحديد أسعار العملات الأجنبية المتجانسة في مختلف الأسواق ؛ إذ إن الدولار الأمريكي ، أو الجنيه الإسترليني ، أو غيره في سوق لندن ، يعتبر متجانسًا مع الدولار الأمريكي ، أو الجنيه الإسترليني ، في سوق نيويورك ، أو في سوق طوكيو ، أو غيرها ، وبعبارة أخرى : فإن سوق العملات الأجنبية

ليس مكانًا ، أو موقعًا جغرافيًا ، ولكنها تنشأ خلال المعاملات التي تحدث بين البائعين ، والمشترين ، سواء حدث ذلك في البنوك التجارية ، أو في مكاتب الصرافة ، أو في البورصات العالمية المتعددة ، ويعمل في أسواق العملات الأجنبية أشخاص يعرفون باسم المحكمين ، ( Arbitragers ) يقومون بعمليات البيع والشراء للعملات الأجنبية بهدف الاستفادة من فروق الأسعار بين البيع والشراء ويطلق على هذه العمليات التحكيم ( Arbitrage ) ، أو الموازنة ، ويلعب سماسرة أسواق العملات الأجنبية دورًا مهمًا في التأثير على قيمة العملات الأجنبية مقابل العملة الوطنية خاصةً فيما يتعلق بالعملات التي لا تستطيع البنوك أن تحقق تلاقي رغبات البائعين والمشترين لها ، ويعتبر هؤلاء السماسرة بمثابة القناة التي من خلالها تستطيع الحكومات شراء وبيع النقد الأجنبي ، إذًا يمكن للحكومات الحصول على المعلومات اللازمة لها عن سوق العملات الأجنبية إذا ما أرادت أن تحدد السعر الرسمي للعملة الوطنية مقابل بقية العملات الأجنبية ، أو عندما يكون البنك المركزي مسؤولًا عن تنفيذ المعاملات الرسمية التي تتم بالعملات الأجنبية .

وعادةً ما تحرص الحكومات على وجود نوع من الثقة بينها وبين السماسرة ، طالما أن المعلومات التي تكون لدى السماسرة عن نشاط الحكومات في أسواق العملات الأجنبية يمكن أن تؤدي إلى تحقيق مكاسب مالية كبيرة من المضاربة الاقتصادية الفردية ، ويكون هؤلاء السماسرة على صلة مستمرة واتصالات دائمة مع البنوك التجارية تليفونيًا ، سواء داخل المدينة الواحدة أو داخل الدولة ، أو مع أسواق العملات الأجنبية الخارجية ؛ بحيث يتحقق في النهاية تقابل العرض والطلب على العملات الأجنبية ، والوصول إلى أسعار التوازن لهذه العملات على مستوى العالم ككل ، ويعني ذلك اتجاه الأسعار السائدة للعملات الأجنبية في مختلف الأسواق إلى الاقتراب من المساواة التامة بعد استبعاد تكاليف إجراء المعاملات .

ويجدر الإشارة إلى أنه في بعض الدول الأوروبية الغربية خاصةً في فرنسا ، وألمانيا يوجد سوق رسمية ؛ حيث يجتمع كل ( ١٢- ١٣ ) ساعة مندوبون عن البنوك ، وعن السماسرة ، وعن البنك المركزي لتحديد سعر الصرف ، وتكون هذه اللجنة على اتصال تليفوني مع اللجان الرسمية الأخرى في بقية المدن الأوروبية الرئيسية ؛ بحيث يتم امتصاص فائض المعروض من العملات الأجنبية ، وهكذا نجد أن مثل هذه اللجان تفيد

في تحديد الأسعار الرسمية الأجنبية بشكل يومي ، وتطبق على المعاملات الضئيلة القيمة ، ومعاملات مكاتب بيع وشراء العملات الأجنبية ، لبعض الأغراض القانونية ؛ مثل : حساب الضريبة على الدخل بالعملات الأجنبية ، أما بالنسبة للمعاملات الكبيرة الحجم والقيمة ، فإنها تتم وفقًا لأسعار السوق الحرة ، والتي عادةً ما تختلف عن الأسعار الرسمية للعملات الأجنبية كل يوم ، ولا يخفى أن سوق العملة تعتبر ضرورية لتنشيط حركة التجارة الدولية ، سواء فيما يتعلق بالصفقات الحاضرة ، أو بالصفقات المستقبلية ؛ حيث تساعد على توفير التمويل اللازم لتدفق السلع والخدمات عبر مختلف دول العالم ، فضلًا عن المساعدة على تدفق رؤوس الأموال من دول الفائض إلى دول العجز المالي ، وتنشيط أسواق المال والنقد ، والمساهمة في توفير التمويل اللازم لمشروعات التنمية الاقتصادية ، كما تلعب هذه الأسواق دورًا مؤثرًا في تحقيق استقرار النظام النقدي العالمي ، وتقارب مستويات أسعار العملات الحرة في مختلف الأسواق المنتشرة في مناطق جغرافية متباعدة على مستوى العالم .

وتشير إحصائيات صندوق النقد الدولي إلى أن حجم المعاملات في أسواق العملة يبلغ نحو مائة وخمسين مليار دولار يوميًا ، أي ما يقرب من ( ٣٥ ) تريليون دولار في السنة (١)، وهو ما جعل بعض الاقتصاديين يربط ذلك بظاهرة الاقتصاد الرمزي ، الذي يعني حركة الأموال في الأسواق الدولية للعملة ، دون أن يكون ذلك مرتبطًا بتمويل التجارة الدولية ، أو بحجمها ، ويكون تداول العملات في صورتها النقدية ، أو الاسمية ، وفي إطار المضاربة على القيمة للحصول على فروق سعرية تتيح ربحًا للمضاربين (٢) ، ويعتبر السوق الأوروبية للدولارات ، والمعروفة باسم اليورو دولار ماركت من أهم أسواق التعامل في الدولار الأمريكي مقابل العملات الأوروبية ، وغيرها من العملات المتداولة عالميًا ، وقد تضاعف حجم معاملاته عشر مرات منذ نهاية السبعينات ، بعد أن كان حجم معاملاته خلال ( ١٢ ) عامًا سابقة على عام ( ١٩٧٠م ) نحو ( ٥٧ ) مليار دولار فقط ، وتمثل معاملات هذه السوق بالعملة الأمريكية ، نحو ( ٧٠٪ ) من إجمالي العملات القابلة للتحويل ؛ حيث يفضل بعض المتعاملين الاحتفاظ بالدولارات خارج

---

(١) I.M.F. World Economic Outlook 1989. Washington D.C. 1989.

(٢) Peter Drucker, The Changed World Economy, Foreign Affairs, vol. 64, Spring 1989.

الولايات المتحدة الأمريكية ؛ بالإضافة إلى أثر العجز الخارجي الأمريكي ، والإنفاق العام الأمريكي خارج حدود الولايات المتحدة الأمريكية في تنشيط معاملات هذه السوق .

**ب - تعريفات :**

١ - **الأسعار الحاضرة للعملات الأجنبية : ( spot )** : ويقصد بها أسعار بيع وشراء العملات الأجنبية التي تحدث يوميًا لدى صرافي البنوك الإسلامية ، أو شركات الصرافة ، أو الأسعار المعلنة للتحويلات النقدية الفورية ، من خلال حسابات العملاء ، وتنشأ العملات المتداولة في عمليات الصرف الفوري نتيجة إدارة محفظة أسواق هذه العملات بطرق وسياسات مختلفة ، يترتب عليها اختلاف العمولة ، وأسعار العملات الأجنبية ، رغم وجود اتجاه عام يوضح تقارب قيم أسعار هذه العملات عالميًا .

ويتوقف تحديد سعر الصرف الحاضر على ظروف العرض والطلب على العملات الأجنبية ، والذي يتأثر بدوره بتغيرات سعر الفائدة (١) .

٢ - **الأسعار الآجلة للعملات الأجنبية ( forward )** : وتتحدد هذه الأسعار للعملات الأجنبية من خلال السوق الآجلة للصرف ، والذي تحدث فيه معاملات لصفقات تتراوح مدتها الزمنية ما بين شهر وستة أشهر .

ويجدر الإشارة إلى أن ( ٧٥٪ ) من عمليات التبادل النقدي للعملات الأجنبية ، يتم على أساس هذه المعاملات الآجلة بهدف تنمية حركة التجارة الدولية ، ورأس المال على مستوى العالم ، ويمكن تعريف سعر الصرف الآجل أنه يمثل القيمة الحالية لسعر الصرف الذي يحدث في المستقبل خلال فترة تتراوح بين ( ٣٠ - ١٨٠ ) يومًا ، ويتوقف تحديد السعر على العوامل التالية (٢) :

= سعر الصرف الحاضر .

= معدل الخطر أو الخسارة التي يمكن أن تنتج عن الفرق بين القيمة الآجلة ، والقيمة الحاضرة لسعر الصرف .

---

(١) راجع مؤلفنا بعنوان : « سياسة سعر الصرف ، وعلاقتها بالموازنة العامة للدولة » ، ( ص ٣٦ ) ، مكتبة النهضة المصرية ، القاهرة ، ( ١٩٨٧م ) .

(٢) المرجع السابق ، ( ص ٣٤ ، ٣٦ ) .

• شرط التحدب ، ويقصد به عدم وجود قيمة صفرية وفقًا لشرط عدم تساوي القيمة الحاضرة مع القيمة الآجلة .

ويمكن التعبير عن سعر الصرف الآجل كما يلي [1] :

س = أ ( ب + ١ ) س - ( ن + ١ ) م × ( ن + ١ )

حيث س = سعر العملة المحلية لسلع التبادل التجاري المتعاقد عليها ( ن + ١ ) في الزمن ( ن ) ليتم تسليمها في الزمن ( ن + ١ ) .

أ = سعر الصرف المتوقع ( وحدات العملة المحلية التي يتم ( ب م + ١ ) مقابلتها بوحدة نقد أجنبي ) .

س = سعر العملة الأجنبية لسلع التجارة أو التبادل المتعاقد ( ن + ١ ) عليها في الزمن ( ن ) بغرض التسليم في الزمن ( ن + ١ ) .

٣ - **الأسعار المستقبلية للعملات الأجنبية** ( future ) : ويقصد بالأسعار المستقبلية للعملات الأجنبية تلك الأسعار التي تتحدد لتبادل العملات في زمن تعاقد يزيد عن ستة أشهر ، وعادةً ما يتعلق ذلك بأسعار العملات الأجنبية للصفقات المتعلقة بتبادل سلع وخدمات تتعلق بتمويل طويل الأجل للمشروعات الاستثمارية اللازمة للتنمية الاقتصادية ، والتي عادةً ما تكون مشروعات حكومية ، كما تتعلق هذه الأسعار بتحركات رؤوس الأموال طويلة الأجل في أسواق المال والنقد العالمية ، والاستثمارات العامة أو الحكومية طويلة الأجل في هذه الأسواق .

وتعتبر التعاقدات التي تحدث في الأسواق المستقبلية للعملات الأجنبية ضرورية لتحقيق نوع من الترابط بين أسواق العملات الأجنبية المنتشرة في مختلف الدول ، وربط هذه الأسواق بالبنوك المركزية لمختلف الدول وبالمؤسسات المالية والاقتصادية الإقليمية والدولية ، وهو ما يؤثر بشكل واضح على نظام النقد العالمي ، ونظرًا لأن هذه المعاملات تتعلق بالمستقبل فإن السوق في هذه الحالة يكون عرضة للتغيرات المفاجئة ، وهو ما قد يعني وجود قدر كبير من المخاطرة في هذه السوق بيد أن هذا لا يشجع على المضاربة

---

( ١ ) Stephen P.Magee, Contracting And Spurious Deviation From The Economics Of Exchange Rates, Addison - Wasley Publishing Purchasing Power Parity, In:Jacob A.frenkeL & Harry G.Joson, Company, U.S.A, 1987, PP 69 - 70.

وتحقيق الأرباح لانخفاض قيمة الدفعات المقدمة التي تدفع بالنقد الأجنبي عادة ما بين ( ٦٪ ) - ( ١٠٪ ) من إجمالي قيمة التعاقدات [1] .

٤ - **أسعار الصرف للتحويلات ( outright )** : يطلق عليها أسعار الصرف العاجل ، وتتعلق بصفقات تحدث على أساس فترة زمنية في المستقبل لا تزيد على أسبوع .

وتمثل هذه الأسعار الخاصة بصرف التحويلات أكبر وزن نسبي من المعاملات التي تحدث في الأسواق ؛ حيث إن ما يتعلق بالتسليم العيني للعملات في المستقبل لا يمثل سوى ( ١٪ ) من إجمالي التعاقدات المستقبلية .

**جـ - طبيعة المعاملات في أسواق العملات الدولية :**

يوجد عدة أسواق لبيع وشراء العملات الدولية على مستوى العالم ؛ مثل : سوق نيويورك ، وسوق لندن ، وسوق زيورخ ، وسوق طوكيو ، وسوق هامبورج ، وسوق باريس ، وهي المراكز المالية الكبرى ، وتمثل في مجموعها سوقًا واحدة مترابطة تعمل على أسس اقتصادية في إطار المنافسة الكاملة نظرًا لـ :

١ - صغر حجم التعامل بيعًا ، وشراء العملات الدولية بالنسبة لحجم التعامل الكلي في السوق ، وهو يؤدي إلى ضآلة التأثير الفردي على الأسعار السائدة في السوق .

٢- وجود اتصال دائم وسريع بين الأسواق المختلفة ، وبعضها البعض ، بعد أن تقدمت طرق ، ووسائل الاتصال الدولي ، ونقل المعلومات .

٣ - سهولة انتقال الأموال بين المراكز المالية العالمية من سوق إلى سوق ، وهو ما يؤدي إلى إمكانية تقارب أو تماثل الأسعار في كافة الأسواق بشكل تقريبي .

٤ - تجانس المعروض من العملات المتداولة في الأسواق الدولية ؛ حيث إن الدولار الأمريكي المتداول في سوق نيويورك مثلًا ، لا يختلف عن الدولار الأمريكي المتداول في سوق لندن ، أو في سوق طوكيو ، أو غيرها .

وتبعًا لما سبق فإن معدلات أسعار التداول للعملات الدولية تكون سريعة جدًّا بين دقيقة وأخرى ، وهو ما يعني سرعة دوران الأموال المتداولة ، وتعدد الفرص البديلة للبيع

---

( ١ ) Hussein E.kotby. Financial Engineering For Islamic Banks, The Option Approach, IMES - I.U.J.Working Papers Series, no. 23, Japan November 1990, p 65.

والشراء ، وما يرتبط بها من الأرباح والخسائر الناتجة عن سرعة تغيرات العرض والطلب على العملات الدولية من سوق إلى أخرى ؛ ولذلك ينطوي التعامل في هذه الأسواق على مخاطرة ناشئة عن أنشطة المضاربة في الأسواق ومرتبطة بحجم كميات العملات المتداولة ، وزمن البيع أو الشراء بواسطة السماسرة أو المضاربين ، وفي أسواق العملات الدولية يمكن أن تعقد صفقات متعددة بأسعار مختلفة من عميل لآخر تبعًا لحجم المعاملات المتوقع حدوثها ، وعادةً ما يعرف المتعاملون هذه الحقيقة مما يؤدي إلى اللجوء إلى الخداع الفردي أو الجماعي للعملاء مثلما يحدث في سوق لندن للنقد الأجنبي عندما يقوم بعض صغار العاملين بالتعامل مع السماسرة بدلًا من الموظف المسؤول في إحدى المؤسسات التي تريد التعامل في حجم كبير من العملات الأجنبية ، ويتجه السماسرة عادةً إلى التخصص في عملات معينة عادة ما يكون هناك نقص في المعروض منها بالنسبة لحجم الطلب عليها ، ولا تستطيع البنوك وحدها القيام بمهمة تحقيق التلاقي بين العرض والطلب عليها ، وعندما يكون البنك المركزى مسؤولًا عن إجراء المعاملات الرسمية في أسواق النقد الأجنبي ، فلا بد أن يحافظ على قدر من الثقة بينه وبين سماسرة النقد الأجنبي ؛ حيث إن المعلومات عن أنشطة الحكومة في أسواق النقد الأجنبي يمكن أن ينتج عنها تحقيق أرباح طائلة نتيجة المضاربة الفردية في الأسواق بواسطة العملاء الذين يحصلون على مثل هذه المعلومات (١) .

وفي بعض الحالات يمكن أن تحقق المخاطرة في أسواق العملات الدولية عندما يتقدم عميل إلى أحد البنوك بطلب شراء نقد أجنبي لحسابه دون سداد القيمة المعادلة ، مما يجعل البنك في وضع مكشوف ( Open Position ) ؛ حيث إنه لم يحصل على مقابل العملات النقدية في الوقت الذي يتعاقد على شراء وبيع النقد بسعر صرف معين يمكن أن يرتفع عنه أو ينخفض عنه سعر الصرف عندما يحصل على النقد مقابل العملات التي اشتراها لحساب الغير ، ولتجنب هذا النوع من المخاطرة تلجأ البنوك عادةً إلى شراء النقد المطلوب من أية بنوك أخرى ، أو من مصدرين تتعامل معهم ، أو من بعض السماسرة ، وذلك لإغلاق الحساب المكشوف ، ولكن بالرغم مما سبق فإن الكثير من البنوك والسماسرة يلجأون إلى أسلوب الوضع المكشوف بغرض المضاربة ، وذلك يجعل

---

( ١ ) Herbert G. Grubel, op. cit. p 207.

الفترات الزمنية للحسابات المكشوفة متفاوتة الأجل .

وقد أمكن باستخدام الأساليب القياسية أو الرياضية ، التوصل إلى بعض النماذج التي تفسر تغيرات أسعار العملات الدولية في الأسواق ، سواء ما يتعلق منها بأسعار الفائدة ، أو بأسعار الخصم ، أو بالمتغيرات الاقتصادية ، والسياسية المتوقع حدوثها في المستقبل وانعكاس ذلك على قيم العملات الأجنبية ، وعلى أنشطة المضاربة والمراجحة أو التحكيم أو التغطية ، وسوف نوضح ذلك عن الحديث عند المضاربة الاقتصادية في أسواق العملات الدولية .

**إحلال العملات** ( Currency Substitution ) : يلجأ المتعاملون في أسواق العملات الدولية في كثير من الأحيان إلى إحلال العملات محل بعضها البعض ، مما يؤثر على أسعار العملات المتوقعة في المستقبل ، ويحدث ذلك عندما تشير الاتجاهات إلى توقع حدوث تغير بالزيادة أو النقصان في قيمة إحدى العملات الدولية ؛ سواء كان ذلك راجعًا إلى تغيرات أسعار الفائدة على ودائع هذه العملة ، وما يتبع ذلك من قرارات للعملاء بتحويل القيمة من عملة إلى أخرى ، أو لتوقعات تغيرات أسعار الخصم ، أو أية عوامل داخلية أو خارجية ، وقد أوضح الاقتصادي ( miles ) والاقتصادي ( laffer ) أنه لا يكفي أن نتوقع حدوث تغيرات في سعر الفائدة ليتم إحلال العملات محل بعضها البعض ، ولكن توقعات قيمة العملة ذاتها في المستقبل ، وارتفاع تكلفة الفرص البديلة لكل عملة هي التي تؤثر على المحفظة المالية للعملاء ، والتي تشمل محفظة توازن حقيقي ضئيلة القيمة بالنظر إلى إجمالي المحفظة ، وتنعكس تكلفة الفرصة البديلة على تغيرات سعر الفائدة واختلافها من دولة لأخرى ، وهو ما يعادل التغيرات الآجلة في سعر قطع النقد الأجنبي ، وتستمر عملية إحلال العملات حتى يتمكن كافة العملاء من موازنة المحفظة المالية النقدية ويصبح من السواء لدى العميل حيازة العملة الأولى ، أو حيازة العملة الثانية ، أو الثالثة ، أو أي عملة أخرى [١] .

وقد أوضحت بعض الدراسات العملية عن سوق الدولارات الأوروبية ، أن زيادة الخطر ( الانحراف المعياري ) بالنسبة لسعر صرف الدولار / المارك الألماني ، له علاقة

---

( ١ ) Arthur B.Laffer, Marc. A. Miles, International Economics in An Integrated World, Scott, Forsman & Company. U.S.A. 1982, pp 367 - 370.

ارتباط إيجابية ومعنوية بنسبة مكونات المحافظ المالية الخارجية للبنوك الأوروبية من العملات غير الدولارية إلى عملة الدولار لديها ، وأن ( ٤٢٪ ) من التغيرات التي تحدث في هذه العلاقة ترجع إلى مخاطر التبادل للعملات في جانب الأصول في ميزانية البنوك ، وأن ( ٢٩٪ ) من التغيرات التي تحدث في هذه العلاقة ترجع إلى مخاطرة تبادل العملات وأثره على جانب الخصوم في الميزانية العمومية للبنوك ( دراسة بوتنام وويلفور عام ١٩٧٨م ) (١) .

أما الدراسة التى أجراها ميلز وستيوارت ؛ فقد أوضحت أن محفظة النقود في كل من الولايات المتحدة الأمريكية ، وألمانيا ، تتأثر بعدم التأكد ، والعائد المتوقع في نفس الوقت ؛ إذ يتجه الأفراد إلى تعديل المحفظة النقدية إذا ما كانت درجة عدم التأكد مرتفعة ، وإذا كان العائد المتوقع منخفضًا ، ويتجهون إلى حيازة العملات الأخرى التي لا تتصف بهذه الصفات ، ويعني ذلك أن نموذج تنويع المحفظة النقدية يلخص بإيجاز القوى التي تؤثر على الأسواق الدولية للعملات (٢) .

**د - كيفية تحديد أسعار الصرف في أسواق العملات الدولية :**

في ظل قوى السوق الحرة ، وبدون تدخل من السلطات السياسية في أسواق العملات الدولية نجد أن سعر الصرف يتحدد تبعًا لتغيرات قوى العرض والطلب ؛ حيث يتقاطع منحنى العرض من العملات الدولية مع منحنى الطلب عليها ، ويكون السعر في هذه الحالة سعر التوازن ، الذي ما يلبث أن يتغير من نقطة إلى أخرى تبعًا لما يحدث من تغيرات مستمرة على جانبي العرض والطلب ، وفي هذه الحالة يتأرجح السعر بين الصعود والهبوط في ضوء تغير العوامل المؤثرة ، والتي يمكن تقسيمها إلى عوامل اقتصادية ، وعوامل ذاتية .

**العوامل الاقتصادية** : يقصد بالعوامل الاقتصادية : العوامل ذات الطبيعة المادية المرتبطة بالاقتصاد المحلي والعالمي ، مثل : ميزان المدفوعات للدولة المصدرة للعملة المتداولة في الأسواق الدولية ؛ إذ نجد أن مركز ميزان المدفوعات يؤثر على قيمة العملة بشكل واضح ؛ حيث نجد مثلًا أن الدولة التي يكون ميزان مدفوعاتها يعاني من عجز مزمن تتجه قيمة

---

(١) Bluford H.Putnam & D. Sykes Wilford, How Diversification Makes The Dollar Weaker, Euromoney, oct. 1978. pp 201 - 204.

(٢) Arthur B.Laffer, Marc A.Miles, op. cit, p 380.

عملتها إلى الانخفاض ، بعكس الدول التي تسفر موازين مدفوعاتها عن فائض فتتجه قيمة عملتها إلى الارتفاع .

وتؤثر القوة الشرائية للعملة المحلية ونسبتها ، إلى القوة الشرائية للعملات الأخرى داخل دولها في تحديد سعر الصرف ؛ حيث إن انخفاض القوة الشرائية لعملة ما يجعل قيمتها مقابل قيم العملات الأخرى منخفضة ، ويظهر ذلك بوضح في مواجهة سلع الاستيراد عندما لا يكون هناك أي حظر إداري على حرية حركة التجارة الدولية للسلع والخدمات بين مختلف الدول .

وتؤثر حركة رؤوس الأموال كذلك على قيمة أسعار الصرف ؛ حيث إن الدول التي تستقطب رؤوس أموال الدول الأخرى ، تتجه قيمة عملتها إلى الارتفاع نظرًا لزيادة الطلب عليها ، فضلًا عما يحدث من تغيرات لسعر الفائدة على الاستثمارات المحلية والأجنبية ، وانعكاس ذلك على الطلب على مختلف العملات الدولية المتداولة في الأسواق .

**ومن العوامل الاقتصادية المؤثرة على تحديد سعر الصرف في الأسواق الدولية :** عمليات المضاربة ، وعمليات التغطية ، التي تحدث لتفادي أية خسارة ناتجة عن توقعات بانخفاض سعر العملة في المستقبل .

وبينما تعتبر تغيرات أسعار الصادرات والواردات ، وأثرها على مركز ميزان المدفوعات ، وارتباط ذلك بتحديد سعر الصرف ، من العوامل الاقتصادية طويلة الأجل ، فإن العناصر الأخرى ، مثل : حركة رؤوس الأموال ، والقوة الشرائية للعملة والمضاربة والتغطية تعتبر من العوامل الاقتصادية قصيرة الأجل [١] ، ويمكن أن نضيف إلى ما سبق عاملًا آخر هو تقلبات أسواق الأصول المالية ( Asset Markets Disturbances ) ويقصد بها تأثر سعر الصرف بتغيرات الاحتياطيات النقدية ، وموازنة الطلب الأجنبي على الأصول المالية المحلية ، والطلب المحلي على الأصول المالية الأجنبية [٢] .

وطبقًا لهذا العامل ، نجد أن النقود تعتبر أصلًا ماليًا ، وأن أسعارها النسبية ( سعر

(١) د. أحمد عبده محمود ، العلاقات الاقتصادية الدولية ، ( ص ١٨٥ ) ، كلية التجارة ، جامعة الأزهر ، القاهرة ، ( ١٩٨١م ) .

(٢) د. حمدي عبد العظيم ، سياسة سعر الصرف ، مرجع سابق ، ( ص ٤٨ ، ٤٩ ) .

الصرف الأسمى ) تتحدد بالرغبة في حيازة هذا الأصل المالي ، والتي تعتمد على سعر الفائدة ، وتفضيلات المحفظة المالية ، كما أن تعبئة رؤوس الأموال على المستوى الدولي تعتبر كافية جدًّا لإحداث نفس الآثار أو التقلبات في أسواق العملات الأجنبية ، ويتحدد سعر الصرف عندما يتساوى الطلب على النقد الأجنبي مع المعروض منه ، وتؤدي تدفقات حساب رأس المال إلى جعل تدفقات الحساب الجاري لميزان المدفوعات تبدو ضئيلة ؛ وذلك نتيجة الزيادة التي تحدث في عائد رأس المال ، نتيجة المحفظة المالية ، لدرجة يمكن معها اعتبار هذا العامل بمثابة المحدد الأساسي لسعر الصرف (١) .

**العوامل الذاتية** : وتشمل هذه العوامل : التوقعات ، والتنبؤات المتعلقة بظروف أسواق العملات الدولية ، وأثر ذلك على تحديد سعر الصرف ؛ حيث إن التوقعات تؤدي إلى زيادة غير حقيقية ، أو مبالغ فيها في الطلب ، أو وجود عرض كبير من العملة الأجنبية تحسبًا لظروف قادمة في المستقبل ، كما تشمل أيضًا الأحداث السياسية ، والاجتماعية التي تؤثر على العوامل الاقتصادية المحددة لقيمة العملة ، ويجدر الإشارة إلى أن هناك العديد من التوقعات التي تؤثر بدرجات مختلفة على سوق العملات الدولية ، وهي (٢) :

١- **توقعات السكون** : وهي التوقعات التي تفترض عدم تغير أسعار العملات الأجنبية في المستقبل عن أسعارها الحالية ، وقد اعتمد نموذج ( ماندل : فلمنج ) على هذه التوقعات عند صياغة محددات سعر الصرف في أسواق العملات الأجنبية .

٢ – **توقعات مطورة** ( Adaptive Expectations ) : ويقصد بذلك وجود توقعات سابقة عن أسعار الصرف الحالية ، ويقوم المتعاملون .

٣ – **توقعات مقدرة** ( Extrapolative Expectations ) : ويقوم المتعاملون في الأسواق بمقارنة الأسعار الفعلية للعملات الأجنبية بالأسعار التي كانت متوقعة من قبل ، واستخدام معامل ترجيح يعتمد عليه في توقع أسعار صرف العملات الأجنبية في المستقبل .

وهي التوقعات التي يقدرها العملاء في الأسواق الدولية ، والتي أمكنهم ملاحظتها

---

(١) John Williamson, The Open Economy And The World Economy, The Basic Books, Inc, U.S.A, 1983, p 225.

(٢) Ibid, p. 227.

في المستقبل ، ثم يضيفون جزءًا أو بضعة أجزاء من آخر تغير حدث في قيمة العملات إلى القيم التي لاحظوها ، ويعتمد المضاربون في أسواق العملات الدولية عادةً على هذه التوقعات فيتجهون إلى شراء أو بيع العملات الأجنبية في ضوء هذه التوقعات .

٤ – **توقعات مرتدة** ( Regressive Expctations ) : وفي هذه الحالة يفترض المتعاملون أن سعر العملات الأجنبية سوف يعود إلى سعر التوازن الأسمى ، كلما انحرف عن سعر التوازن الذي يقدرونه ، ولا يشترط ذلك مباشرة ، ولكن يمكن أن يتأخر ذلك بعض الوقت ، ويعتمد تقدير سعر التوازن ، وما يتوقع أن يحدث فيه من تغيرات على المعلومات التي لدى العملاء في الأسواق سواء معلومات اقتصادية ، أو سياسية ، أو اجتماعية يتوقع حدوثها في المستقبل .

ويجدر الإشارة إلى أن الثلاثة أنواع الأولى من التوقعات ، تعتمد على القيم الماضية لسعر العملات الأجنبية ، واستخدامها في التنبؤ بقيم هذه العملات في المستقبل ، وهو ما لا نلاحظه بالنسبة للتوقعات المرتدة ، أو المعتمدة على سعر التوازن .

**صيغ تحديد سعر العملات الأجنبية في الأسواق الدولية :**

يمكن التمييز بين صيغتين أساسيتين في تحديد سعر العملات الأجنبية ؛ إحداهما : الصيغة المتبعة في سوق لندن ، والأخرى : الصيغة المتبعة في أسواق نيويورك ، وباريس ، وسويسرا ( جنيف ) .

أ – **صيغة سوق لندن** : حيث يتم تحديد الكمية المتغيرة من العملة الأجنبية ، للحصول على عدد محدد من وحدات النقد المحلي ، أي : الكمية المتغيرة من الدولارات الأمريكية – مثلًا – اللازمة للحصول على عدد معين من الجنيهات الإسترلينية .

ب – **صيغة أسواق نيويورك وباريس وجنيف** : ويتم تحديد الكمية التي تتغير باستمرار من العملة المحلية ، للحصول على عدد محدد من وحدات النقد الأجنبي ، أي : كمية الدولارات الأمريكية – مثلًا – اللازمة للحصول على عدد معين من الجنيهات الإسترلينية التي تعتبر نقدًا أجنبيًا في الولايات المتحدة الأمريكية .

ويلاحظ أن تحديد أسعار العملات الأجنبية في الأسواق الدولية قد ناقشناه على أساس عدم وجود رقابة على هذه الأسواق ، ولكن في الواقع العملي يمكن أن يحدث بعض أنواع الرقابة على هذه الأسواق مما يؤثر على أسعار الصرف المحددة ، وعلى تنظيم

حركة رأس المال قصير الأجل .

وعادةً ما يستطيع المتعاملون في الأسواق التغلب على قيود الرقابة على النقد الأجنبي مثال ذلك : تعجيل أو تأخير المدفوعات بالنقد الأجنبي ، أو تغير حجم المخزون من السلع المحلية للتأثير على الصادرات أو الواردات بالإضافة إلى لجوء الأفراد والمشروعات إلى تجنب استخدام سوق العملات الأجنبية ، مثال ذلك : حصول أحد المصريين العاملين في بريطانيا - مثلًا - على قيمة إيجار منزل يملكه في القاهرة بالجنيه الإسترليني من حساب المستأجر الأجنبي الذي يكون لديه حساب بالجنيه الإسترليني في بريطانيا .

وقد لجأت فرنسا ، وبلجيكا في الستينات والسبعينات إلى إنشاء سوقين للنقد الأجنبي ، أحدهما : للمعاملات التجارية بالفرنك ، والآخر : للمعاملات المالية التي تتم بالفرنك أيضًا ، وفي السوق الأول التجاري كان سعر الصرف ثابتًا ويطبق على المبادلات من السلع والخدمات والأصول طويلة الأجل ، والآخر يطبق على رؤوس الأموال قصيرة الأجل ، ويحدد السوق قيمة سعر العملات الأجنبية ، وفى هذا السوق يؤدي فائض الطلب على العملات الأجنبية إلى ارتفاع سعر الصرف مما يعمل على منع هروب رؤوس الأموال إلى الخارج ، وتتحقق فاعلية هذا النظام الثنائي للأسواق إذا ما كانت الفروق بين أسعار الصرف في كل من السوقين ضئيلة ، أما إذا كان الفرق كبيرًا فإنه من الأفضل اعتبار رؤوس الأموال قصيرة الأجل بمثابة رؤوس أموال طويلة الأجل أو تجارية [1] .

**هـ - مخاطر التعامل في أسواق العملات الأجنبية** : تتمثل مخاطر التعامل في أسواق العملات الأجنبية فيما ينشأ عن أنشطة المضاربة على قيم العملات الدولية من خسائر نتيجة احتمالات انخفاض الأسعار لبعض العملات بشكل غير متوقع ، وعلى نحو تعجز فيه عمليات المراجحة أو التغطية عن تحقيق استقرار قيم العملات المتداولة ، وقد ترجع الأسباب المفاجئة إلى أحداث سياسية أو طبيعية سارة أو غير سارة ، أو نتيجة قرارات اقتصادية مفاجئة تتعلق بإعلان التخفيض الرسمي لقيمة العملة رغبة في التغلب على صعوبات أو مشاكل ميزان مدفوعات الدولة المصدرة لعملة ما من العملات المتداولة في أسواق العملات الدولية .

---

(١) Herbert. G. Grubel. op. cit. p 364.

وتقوم المضاربة على أساس توقعات أسعار الصرف في المستقبل ومقارنتها بالأسعار الحاضرة للعملات المتداولة ، فإذا كانت التوقعات تشير إلى احتمالات انخفاض سعر إحدى العملات الأجنبية عن السعر الحاضر لها في الأسواق يتجه المضاربون إلى تعجيل بيع العملات الموجودة لديهم تجنبًا لتحقيق الخسائر ، أما إذا كانت التوقعات تشير إلى احتمالات ارتفاع سعر إحدى العملات المتداولة فإن المضاربين يتجهون إلى شراء العملة أملًا في الحصول على أرباح في المستقبل .

وفى مثل هذه الحالة فإن المستقبل قد لا يجيء مطابقًا للتوقعات ، ويحدث انخفاض في سعر العملة بدلًا من ارتفاعه وهو ما يؤدي إلى تحقيق خسارة للمضاربين يتوقف حجمها على مقدار الفرق بين ثمن الشراء وثمن البيع للعملات الأجنبية المتداولة ، ويتوقف العائد المتوقع من عمليات المضاربة على طول فترة الاستثمار للأموال ؛ حيث نجد أن هناك علاقة عكسية بين طول فترة الاستثمار ، ومعدل العائد من المضاربة ، وأن هذا العائد يعتبر دالة لطول الفترة الزمنية لاستثمار أموال المضاربة .

ويجدر الإشارة إلى أن الاستثمارات الأجنبية طويلة الأجل ، لا ترتبط بتوقعات سعر الصرف في المستقبل ؛ بسبب صعوبة التنبؤ بسعر الصرف في المستقبل ، إذا كانت الفترة الزمنية طويلة ، وإلى تقارب تغيرات أسعار الصرف النسبية في مختلف الدول مع تغيرات الأسعار المحلية النسبية .

مثال ذلك : تقارب المكاسب المرتفعة الناتجة عن رأس المال في دولة يرتفع فيها معدل التضخم مع الخسائر الناتجة عن تخفيض سعر الصرف لهذه الدولة [1] ، وتحدث عمليات المضاربة كذلك من لجوء أحد المضاربين إلى الاقتراض بالعملات التي يتوقع انخفاض قيمتها في المستقبل ، وإن كانت عملة مختلفة عن عملة البلد الذي يحملون جنسيته ، وفي حالة حدوث ارتفاع في قيمة العملة بشكل فجائي فإن المضاربين يخسرون خسائر فادحة وفقًا لحجم الأموال المقترضة التي يتعين سدادها أعلى من سعر الصرف عند اقتراضها من الجهاز المصرفي ؛ ونظرًا لأن المضاربة تتضمن عنصر المخاطرة فإن احتمالات تحقيق خسائر من التعامل في بيع وشراء العملات أو من الإقراض والاقتراض تزيد احتمالات حدوثها في ظل عدم التنبؤ ، وفي ظل عدم التأكد عن

(١) Ibid. pp 226 - 232.

المستقبل ، وفي نفس الوقت فإن قصر فترة استمرار التغيرات غير العادية في سعر الصرف يجعل من الصعوبة الإحساس بوجود المضاربة وصعوبة استخدام الدراسات القياسية لمعرفة تأثير المضاربة على قيمة العملة ، وارتباط ذلك بالعوائد الإيجابية أو السلبية ( الخسائر ) التي تتحقق نتيجة حيازة أصول مالية بالعملات الأجنبية ، وقد أشارت إحدى الدراسات التي أجريت حول المضاربة غير العادية على عملتي الدولار والإسترليني خلال الفترة ( ۱۹۸۱ - ١٩٨٤م ) إلى أن التغيرات غير الطبيعية في أسعار الإسترليني وما نتج عنها من خسائر وأدى إلى التحول إلى حيازة الدولار الأمريكي ترجع إما إلى التوقعات غير الرشيدة إلى توازن الثبات ( زيادة العوائد أو نقصها بشكل غير عادي ولكنها تتصف بالرشادة ) ، أو إلى : العوامل الرئيسية التي تتنافر مع بعضها البعض [١] ، كما أوضحت الدراسة أن عائد المخاطرة الذي يفصل سعر الصرف الآجل عن سعر الصرف العاجل المتوقع في المستقبل ، يساوي الفرق بين سعر الفائدة الحقيقي المتوقع على السندات المصدرة بكل من الدولار والإسترليني ، وذلك بشرط أن تكون الانحرافات عن تعادل القوة الشرائية للعملتين متناسبة مع عائد المضاربة في العقارات [٢] .

ويجادل بعض الاقتصاديين بأن الأحداث التاريخية على الصعيد الاقتصادي لا تؤكد وجود ارتباط بين عدم التأكد والمضاربة غير المستقرة ما لم يحدث خطأ في تعريف المضاربة ؛ بحيث تشكل المضاربة على سعر الصرف الثابت ، بصرف النظر عن المغالاة التي تتصف بها قيمة العملة المحددة ، وفي مثل هذه الحالة فإن المضاربين يحققون خسائر عندما تؤدي المضاربة إلى انحراف سعر الصرف عن السعر التوازني ؛ حيث إنهم يتجهون إلى شراء العملات عندما يكون سعرها مرتفعًا ويبيعونها عندما تتجه أسعارها إلى الانخفاض عن مستوى التوازن .

ورغم ذلك فإن المضاربين في أسواق العملات الدولية يمكنهم تحقيق أرباح عندما يقومون بشراء العملات عندما يقترب سعرها أدنى الانخفاض ، ويقومون ببيعها عندما تقترب الأسعار من نهاية الارتفاع [٣] ، كما يلاحظ أن المضاربة ذاتها تؤدي إلى تغيير

---

(١) George W.Evans, A Test For Speculative Bubbles In The Sterling Dollar Exchange Rate : 1981 - 1984, The American Economic Review, Sep. 1986, pp 621 - 633 .

(٢) Ibid , p 628.

=(٣) Harry G. Johnson, The Case For Flexible Exchange Rates 1989 : In Robert E. Baldwin

سعر الصرف العاجل أو الحاضر ، مما يؤدي إلى وجود حالة عدم التأكد أمام المضاربين في أسواق العملات الدولية بشأن الأرباح التي يمكن لهم تحقيقها في المستقبل ، والتي تعتمد على العلاقة بين سعر الصرف الحاضر ، وسعر الصرف المستقبل المتوقع ، وكلاهما يتأثر بأنشطة المضاربة ؛ وذلك بعكس الحال عندما يكون هناك نظام ثابت لسعر الصرف ؛ حيث لا يكون أمام المضاربين سوى طريق واحد يتغير فيه سعر الصرف إذا لم يتغير نهائيًا ، وفي حالة حدوث مثل هذا التغيير في سعر الصرف يكون بنسبة معينة ومؤكدة ؛ ولذلك نجد أن احتمالات حدوث الخسائر وزيادة معدل الخطر تكون أكثر ارتفاعًا في حالة تقويم سعر الصرف ، وتقل كثيرًا في حالة اتباع سياسة ثبات سعر الصرف ؛ حيث تكون المضاربة أكثر استقرارًا .

وقد أوضح الاقتصادي ( Grubel ) أن المضاربة على أسعار الصرف الآجلة تعتبر صيغة مشروعة لعمليات المقامرة ؛ نظرًا لأنها تتضمن احتمالات تحقيق خسائر كبيرة مثلما تتضمن احتمالات تحقيق أرباح مرتفعة جدًّا ، ويستشهد في ذلك بما حدث لعدد من البنوك الأوروبية عام ( ١٩٧٤م ) .

وبناءً على ما سبق فإن منحنى المضاربات يكون مرنًا في الظروف العادية ، ولكنه يصبح شديد المرونة عندما تؤدي الأزمات الاقتصادية إلى توقعات بإعادة تقويم العملات الرئيسية المتداولة في أسواق العملات الدولية .

وهكذا نجد التعامل في أسواق العملات الأجنبية ينطوي على بعض المخاطر المرتبطة بحالة عدم التأكد بشأنه المستقبل ، وصعوبة التنبؤ بما ستكون عليه حالة الأسواق والعملات الرئيسية المتداولة في المستقبل ، خاصةً عندما تقع بعض الأحداث السياسية ، التي لم يكن من السهولة التنبؤ بحدوثها قبل أن تحدث ، مما يعرض المضاربين في هذه الأسواق لتحمل الخسائر .

**و - الآثار الاقتصادية للتعامل في أسواق العملات الأجنبية :**

تحدث المعاملات في أسواق العملات الأجنبية عدة آثار اقتصادية ، يمكن بيانها فيما يلي :

- التأثير على قيمة العملات المتداولة .

---

& David Richardson, International Trade And Finance Readings, Little And Brown = Company, Boston, 1974, pp 379 - 380.

- التأثير على قيمة الاحتياطيات الأجنبية .
- التأثير على حركة التجارة الدولية .
- التأثير على ميزان المدفوعات .
- التأثير على حركة رأس المال قصير الأجل .
- التأثير على أسواق الأوراق المالية ، وأسواق المعادن ، وأسواق السلع المهمة .

ونوضح ما سبق فيما يلي :

**١ - التأثير على قيمة العملات المتداولة :**

يترتب على بيع وشراء العملات الأجنبية ، وأنشطة المضاربة ، والتعامل الحاضر ، والآجل والمستقبل تغيرات مستمرة في قيمة العملات الأجنبية ، وذلك نتيجة ما يحدث من تغيرات في قوى العرض أو قوى الطلب بالنسبة للعرض من العملات الأجنبية ، ورغم القيام بعمليات المراجحة أو التحكيم والتغطية فإن تغيرات قيمة العملات المتداولة لا تستقر على حال ، كما أن التعامل في أسواق العملات الأجنبية من خلال البنوك عند تحويل النقد الأجنبي بأسعار معينة يؤدي إلى حدوث تغيرات في أسعار التحويل تتوقف على حجم المعاملات والفترة الزمنية ، وفي كافة الحالات تنحرف الأسعار السائدة للعملات الأجنبية ، سواء عن سعر التعادل المبلغ لصندوق النقد الدولي أو عن السعر التوازني ، وسواء بالزيادة أو بالنقصان .

وترتبط تغيرات العملة في هذه الأسواق إلى حدٍّ كبير - ببعض المتغيرات السياسية أو غيرها من العوامل الذاتية التي سبق الإشارة إليها ، وما ترتبط به بدورها من توقعات تفاؤل أو تشاؤم - عالمية ، أو إقليمية ، وانعكاس هذه العوامل على أسعار العملات الأجنبية الآجلة والمستقبلية .

وقد سبق أن أوضحنا التغيرات التي تحدث في أسعار العملات الأجنبية ، ونتائجها وأسباب إحلال العملات محل بعضها البعض ، وارتباط ذلك بأسعار الفائدة ، وكذلك كيفية تأثير المضاربة على قيم العملات المتداولة وما ينتج عنها من أرباح أو خسائر للمتعاملين أو المضاربين في أسواق العملات الدولية تتمثل في الفرق بين أسعار الشراء وأسعار بيع العملات الأجنبية .

**٢ - التأثير على قيمة الاحتياطيات الأجنبية :**

تحتفظ البنوك المركزية في مختلف دول العالم باحتياطيات بالعملات الأجنبية ، لمواجهة الالتزامات العاجلة أو الطارئة ، واستخدام جانبًا منها في تثبيت سعر الصرف ، وتحرص البنوك المركزية في هذه الاحتياطيات على تحقيق أهداف السيولة والربحية أو على الأقل الاحتفاظ بالقيمة الحقيقية للعملات الأجنبية ، والبعد عن المخاطر التي تنتج عنها خسائر ناتجة عن تقلبات قيمة العملات أو خسائر الأسواق التي تشمل الخسارة الفعلية بالإضافة إلى تكلفة الفرصة البديلة الناتجة عن التقلبات المفاجئة في أسعار الفائدة ، وتتوقف المخاطر التي تتعرض لها قيمة الاحتياطيات الأجنبية على العوامل التالية [١] .

**أ - توافر الاحتياطيات :**

وعلاقة ذلك بالحد الأدنى اللازم الاحتفاظ به ؛ كنسبة مئوية دنيا من إجمالي الاحتياطيات ، يمكن تحويله إلى مبالغ سائلة ، وإن أدى ذلك إلى خسائر رأسمالية .

**ب - سيولة محفظة الاستثمارات وتنويع آجال الاستحقاق :**

حيث نجد أنه كلما طالت فترة الاستحقاق ، كلما زاد العائد أو الربح المتوقع ، كما أن طول فترة الاستحقاق ينطوي على وجود احتمالات للخسارة ، وهو ما يدفع البنوك المركزية إلى تفضيل الاستثمارات قصيرة الأجل أو التوصل إلى ترتيبات مع البنوك الدولية للحصول على تسهيلات لتوفير السيولة اللازمة واستثمار احتياطياتها في مجالات استثمار طويلة الأجل للحصول على عائد مرتفع .

**جـ - متوسط فترة حياة محفظة الاستثمارات :**

والتي تتراوح بين ( ٣ ) شهور كحد أدنى ، ( ١٥ ) شهرًا كحد أقصى ، وهو ما يعني عدم اتجاه المحفظة إلى الاستثمار لفترة طويلة في استثمارات طويلة الأجل عندما يرتفع سعر الفائدة ، أو إلى الاستثمار في بنود قصيرة الأجل ، عندما ينخفض سعر الفائدة .

---

( ١ ) Patric T. Downes, Managing Foreign Exchange Reserves, Finance & Development, vol. 26, dec. 1989, pp. 20 - 21.

**د- القيود على السندات في المحفظة المالية :**

مثل تحديد حد أقصى للسندات التي تزيد مدتها عن سنة ، أو تحديد فترة متوسطة لحيازة السندات بكافة أنواعها ، أو تحديد حد أقصى لفترة حياة كل نوعٍ من أنواع السندات ، أو تحديد وزن نسبي - كحد أقصى - إلى إجمالي استثمارات المحفظة .

**هـ - القيود ضد المخاطر التي تتعرض لها البنوك التجارية :**

مثال ذلك : التعاون مع البنوك كبيرة الحجم ، سواء بالنسبة للودائع أو الضمانات ، ومن القيود أيضًا تحديد حد أعلى بالنسبة للآجال التي تزيد مدتها عن شهر ، ويمكن تحديد حد أقصى إجمالي وحدود لكل بنك جديد يتم تأسيسه ، وتلجأ بعض البنوك المركزية إلى إيداع بعض المبالغ لدى بنوك مركزية أخرى أو لدى بنك التسويات الدولية للتغلب على المخاطر التي تنتج عن التعامل مع البنوك التجارية ، ولكنها في هذه الحالة تحصل على عوائد قليلة مقابل المخاطر القليلة أيضًا .

**و - حدود أخطار السيادة :**

وتشمل تحديد حدود على كل حكومة أو حدود لكافة الحكومات الأخرى ، التي يتم التعامل معها خارج دائرة الدول الصناعية المتقدمة الرئيسية ؛ لتقليل الآثار الناجمة عن الأخطاء ، وما يرتبط بها من مخاطر .

وتتوقف قدرة البنوك المركزية على تفادي الخسائر التي يمكن أن تتعرض لها الاحتياطيات الأجنبية على مدى اتصال هذه البنوك بالأسواق المالية والنقدية الرئيسية في العالم ، وعلى حسن اختيارها لشركائها في المعاملات الدولية أو وكلائها في الخارج ومدى كفاءتهم في الاستثمارات ، وعلى القدرة على الحصول على المعلومات عن الأسواق ، والتحريات الدقيقة عن المخاطر المحتملة ، والقدرة على تحليل المعلومات والبيانات ، واتخاذ قرارات الاستثمار على ضوئها ، وتوضح الإحصائيات الدولية أن الدولار الأمريكي يمثل نحو ( ٦٧٪ ) من إجمالي الأصول الاحتياطية الرسمية على مستوى العالم ، وأن هذه النسبة تصل إلى ( ٧١٪ ) في الدول الصناعية ، وإلى ( ٦٠٪ ) في الدول النامية [١] ، ويعني ذلك أن تقلبات أسعار الدولار عالميًا الناتجة عن المعاملات

---

(١) Ibid, p. 20.

في أسواق العملات الأجنبية في أسواق النقد العالمية ذات تأثير مباشر على احتياطيات معظم دول العالم من النقد الأجنبي ، وتحاول البنوك المركزية حماية احتياطياتها من هذه الآثار ، وما تتضمنه من مخاطر وذلك من خلال تنويع المحفظة المالية وإدارتها بطرق علمية تحقق السيولة والربحية في نفس الوقت ، ويرتبط بذلك ترشيد التكلفة المالية للاحتفاظ بهذه الاحتياطيات ، مع الأخذ في الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة ، وأسعار الفائدة على الاقتراض عالميًا (١) .

**٣ - التأثير على حركة التجارة الدولية :**

يؤثر التعامل في العملات الأجنبية ، وما يترتب عليه من تغيرات في قيم العملات الدولية ، في حركة الصادرات والواردات ؛ حيث نجد أن العملة التي تتجه قيمتها في ظل المعاملات الدولية إلى الارتفاع ، تؤدي إلى ارتفاع تكلفة على أساسها عند تحديد القيمة أو تسوية المدفوعات ، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على صادرات الدولة المصدرة لهذه العملة ، ويحدث العكس في حالة اتجاه قيمة العملة إلى الانخفاض ؛ حيث تصبح سلع الدولة صاحبة العملة رخيصة بالنسبة للدول التي تطلبها وتزيد الصادرات ( مع ثبات العوامل الأخرى ) ، وبالنسبة للواردات نجد أن العملة التي تتجه قيمتها إلى الارتفاع تصبح واردات الدول الأخرى رخيصة بالنسبة لها ، ويزيد طلب هذه الدولة على السلع من الدول الأخرى ، وفي حالة اتجاه قيمة العملة إلى الانخفاض فإن ذلك يعني ارتفاع تكاليف وارداتها من الدول الأخرى ، مما يؤدي إلى تقليل وارداتها من الدول الأخرى ( مع ثبات العوامل الأخرى ) .

وهكذا نجد أن تقلبات أسعار العملات الأجنبية ، تؤدي إلى تغيرات مستمرة في حركة التجارة الدولية ، وتغيرات في التوزيع الجغرافي للتجارة العالمية .

**٤ - التأثير على ميزان المدفوعات :**

وتؤدي تقلبات أسعار العملات الأجنبية في الأسواق النقدية إلى صعود بعض العملات ، مع هبوط البعض الآخر مما يؤدي إلى التأثير على مركز ميزان المدفوعات ؛ حيث يمكن أن يترتب على هذه التقلبات زيادة قيمة المدفوعات عن الواردات بدرجة

---

(١) Joslin Landell Mills, The Financial Costs Of Holding Reserves Finance & Development, VOL. 26 , No. 4, Dec. 1989, pp 17 - 19.

أكبر من درجة استجابة الصادرات للزيادة ، مما يؤدي إلى حدوث مزيد من العجز في الميزان خاصة عندما لا يكون انخفاض قيمة العملة مصحوبًا بزيادة في تدفق الاستثمارات بالعملات الأجنبية إلى داخل الدولة ، أي وجود ميزان معاملات رأسمالي مختل يضيف المزيد إلى اختلال ميزان المدفوعات ، وقد حدث في الولايات المتحدة الأمريكية في عهد رئاسة ريجان عام ( ١٩٨٧م ) عندما توسع في الإنفاق خارج الحدود وفي الإنفاق على حرب الكواكب ، مما أدى إلى إخفاض قيمة الدولار وحدوث ضغوط تضخمية ترتب عليها انخفاض الفائدة الحقيقية وانخفاض الاستثمار وتراجع طلب المستثمرين وحدوث الأزمة العالمية في أسواق المال والنقد في ( ١٩ من أكتوبر ١٩٨٧م ) (١) ، وتحدث نتائج معاكسة لما سبق ، في حالة اتجاه قيمة عملات إحدى الدول إلى الارتفاع في الأسواق العالمية .

**٥ - التأثير على حركة رأس المال قصيرة الأجل :**

أوضحت الدراسات الاقتصادية المتعددة ، أن التحركات الكبيرة ، أو الواسعة النطاق ، لرؤوس الأموال عالميًا ، تتوقف إلى حدٍّ كبير على تقلبات سعر الصرف وتحريره من أي قيود تعوق حركة النقد الأجنبي ، كما أن هذه التقلبات جنبًا إلى جنب مع تقلبات أسعار الفائدة ، تعتبر العوامل المحركة المهمة للمتعاملين في الأسواق المالية ، وتحثهم على ابتكار أدوات ، أو وسائل تمويل جديدة ، ومتطورة (٢) ، وتوضح إحدى الدراسات الخاصة بتنويع المخاطر ، والتكامل بين أسواق رأس المال العالمية - حالة المكسيك - أن تقلبات سعر الصرف الناتجة عن المعاملات في العملات الأجنبية في الأسواق الدولية ، تعتبر من العوامل الكلية المؤثرة على عوائد الأصول الرأسمالية والتي تؤثر بدورها على حركة هذه الأموال قصيرة الأجل ، كما أشارت الدراسة إلى أن التخفيض غير المتوقع للعملة المكسيكية كان له تأثير واضح على تلك العوائد الرأسمالية ؛ حيث تؤثر تغيرات سعر الصرف على كلٍّ من المستوى العام للأسعار وعلى الأسعار النسبية ، وينعكس ذلك على قيمة العوائد ، ثم على حركة رأس المال قصير الأجل ، وعلى محتويات محفظة

---

(١) Wall Street Journal, May 9, 1988.

(٢) Louis Pauly, Changing International Financial Markets, Finance & Development, VOL 26, No 4, 1989, pp 34 - 37.

الاستثمارات بصفة عامة [١] .

وتوضح تجربة كوريا خلال الثمانينات ، والتسعينات ، أنها عندما أرادت تدويل أسواق المال والنقد لديها ، اتجهت إلى تحرير التجارة الخارجية ، وتحرير تدفقات الاستثمار ، وحركة رأس المال ، وإلغاء القيود على استثمارات الأجانب في الأسهم ، أو الأوراق المالية بصفة عامة وتحرير سعر الصرف الأجنبي ... إلخ .

وقد تبدت العديد من المخاوف لدى السلطات النقدية في كوريا ، والتي تدور حول ما يمكن أن يترتب على ذلك من تأثير على قيمة العملة الكورية في الأسواق العالمية ، نتيجة التدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال ، وتأثيرها على أسواق رأس المال في كوريا ، ثم انعكاس تغيرات قيمة العملة بعد ذلك على حركة رأس المال قصير الأجل ، وقد أدى ذلك إلى تفكير السلطات الكورية في تحديد حد أقصى لمشتريات الأجانب الإجمالية من الأسهم ولمشتريات كل فرد منها ، وكذلك فرض حد أقصى لما يمكن أن يحتفظ به الفرد من أسهم في الشركات الأجنبية ( ابتداءً من عام ١٩٩٢م ) [٢] .

**٦ - التأثير على أسواق الأوراق المالية ، وأسواق المعادن ، والسلع المهمة :**

عندما تتجه قيمة العملة إلى الانخفاض ، فإن الأسعار المعلنة للأسهم تصبح رخيصة بالنسبة للمستثمرين الأجانب ، فيزيد الطلب عليها الذي يكون فيه العائد مرتفعًا بصفة خاصة ، مما يؤدي إلى انتعاش بورصة الأوراق المالية وحدوث اتجاه صعودي في أسعار هذه الأوراق ، وقد حدث ذلك بالنسبة لانخفاض الدولار خلال الثمانينات ؛ حيث ترتب على ذلك زيادة الإقبال على شراء أسهم بورصة نيويورك نتيجة ارتفاع أسعار الأسهم وارتفاع العائد عليها بينما لم يرتفع الطلب على السندات نظرًا لانخفاض سعر الفائدة مما أدى إلى تحول الطلب لصالح الأسهم ، ولم يتراجع هذا الاتجاه إلا عندما اتجهت أسعار الفائدة إلى الارتفاع ، ابتداءً من الربع الثاني من عام ( ١٩٨٧م ) ، في ظل زيادة الضغوط التضخمية مما أدى إلى تراجع نشاط المستثمرين ، وتناقص فائض

(١) Luis F. De Calle, Diversification Of Macroeconomic Risk And International Integration Of Capital Markets : The Case of Mexico, The World Bank Economic Review, VOL 5. No 3. Sep. 1991. pp. 415 - 432.

(٢) Walter Makler, The Growth Of The Korean Capital Market, Finance & Development, VOL, 27, No. 2, June 1990, pp 41 - 43.

طلبهم ، وحدث انخفاض في أسعار الأسهم بعد ذلك بلغ أشده يوم الإثنين الأسود ( ١٩ من أكتوبر ١٩٨٧م ) ، خاصة أن وزير الخزانة الأمريكي أعلن عن استعداده لترك الدولار يهبط أكثر مما حدث ، إن لم تتراجع ألمانيا الغربية عن رفع سعر الفائدة لديها (١) .

وتؤثر تقلبات أسعار الصرف ، الناتجة عن التعامل في أسواق العملات الأجنبية ، على أسواق المعادن ، والسلع المهمة ؛ حيث نجد أنه عندما تتجه أسعار إحدى العملات القابلة للتحويل عالميًا إلى الانخفاض ، فإن ذلك يؤثر على الأسعار الآجلة للصفقات السلعية التي تعقد في بورصات العقود من خلال التأثير على القيمة المحددة لسعر الصرف الآجل ، وعقد الصرف المستقبلي ؛ حيث يتم الحصول على القيمة الحالية للعملة وقت التعاقد أو البيع بسعر يحدد وقت التعاقد على أن يكون التسليم مستقبلًا مع تفادي تغير قيمة العملة ؛ وذلك في حالة التصدير ، أما في حالة الاستيراد فيتم شراء العملة بسعر السوق الحالي على أن يتم تسليم العملة فيما بعد لدفع ثمن الواردات ؛ وبذلك فإن أسعار بيع وشراء المعادن المهمة في البورصات العالمية لا تكون بمنأى عن الخضوع لتقلبات أسعار العملات الأجنبية الحاضرة وتأثيرها على أسعار الصرف الآجلة والمستقبلية (٢) .

ولا شك أن التأثير القوي والمباشر لتغيرات سعر العملات الأجنبية يؤدي إلى تغيرات مناظرة في الاستثمار المحلي ( تكاليفه وإيراداته ) مما يؤدي إلى التأثير على الطلب على المشروعات الاستثمارية وعلى المستوى الاقتصادي ودرجة انتعاشه أو كساده ، الأمر الذي يؤدي إلى التأثير على طلب المشروعات بصفة عامة من المواد الخام والسلع الرأسمالية وغيرها من البنود غير التجارية فتتأثر أسعارها بتغيرات سعر الصرف العاجلة والآجلة . وقد أوضحت بعض الدراسات أن سعر الصرف يؤثر على الاستثمار في ظل وجود مكون أجنبي للاستثمار الكلي ؛ ولذلك فإن انخفاض سعر الصرف مثلًا يؤدي إلى ارتفاع التكاليف الحقيقية للاستثمار والتأثير على أرباحه والتأثير على الحجم الكلي للاستثمار مع وجود دلالة معنوية مرتفعة ودرجة تأثير كبيرة على السلع المستوردة الوسيطة والرأسمالية ، ولوحظ كذلك أن الأثر الصافي للانخفاض الحقيقي في أسعار

---

(١) د. فتحي خليل الخضراوي ، نظرية الكارثة وانهيار الإثنين الأسود ، مجلة العلوم الاجتماعية ، ( ١٦/٣٧ ) ، جامعة الكويت ، العدد الثالث ، خريف ( ١٩٨٨م ) .

(٢) د. حمدي عبد العظيم ، مرجع سابق ، ( ص ٣٥ ) .

العملات الأجنبية ، يؤدي إلى زيادة الاستثمار في السلع التي تدخل في التجارة الدولية ، بينما يتراجع الاستثمار في السلع التي تنتج محليًا ؛ وذلك فضلًا عن التأثير على ربحية الاستثمار ، من خلال سعر الفائدة الحقيقي [١] .

وهكذا نجد أن هناك ارتباطًا وثيقًا بين تغيرات أسعار العملات الأجنبية ، وتغيرات أسواق التعامل في الأوراق المالية ، وأسواق المعادن والسلع المهمة باعتبارها ذات ارتباط وثيق بالاستثمارات المحلية ذات المكون الأجنبي ، وبالاستثمارات الأجنبية أيضًا .

**ز - المؤسسات المالية ، والنقدية ، ودورها في تحديد أسعار العملات الأجنبية :**

تعتبر البنوك المركزية المؤسسة المسؤولة بالدرجة الأولى عن تحديد سعر صرف العملة المحلية ، مقابل العملات الأجنبية باعتبارها تمثل الحكومة أو بنك الدولة أمام الجهات الخارجية ، سواء أكانت هذه الجهات بنوكًا مركزية أو مؤسسات دولية كالبنك الدولي أو صندوق النقد الدولي أو غيرها ، وعادة ما يضع البنك المركزي سياساته بحيث يلزم البنوك الأخرى المسجلة لديه بإعلان أسعار العملات الأجنبية مقابل العملة الوطنية وفقًا للقواعد والأسس ، التي يضعها في هذا الخصوص ؛ فقد يرى البنك المركزي أنه من الأفضل تعويم سعر الصرف ، وتركه لقوى العرض والطلب ، وعلى البنوك أن تعلن أسعار افتتاح وإقفال يومية لما تحدده السوق ، وفي هذه الحالة يتدخل البنك المركزي ، من خلال صندوق به احتياطي كافٍ لشراء أو بيع العملات المتداولة ، في الحالات التي تستوجب ذلك ؛ بهدف استعادة التوازن إلى أسواق النقد الأجنبي داخل البلاد ، وقد يرى البنك المركزي في مرحلة معينة من مراحل التطور الاقتصادي أن مصلحة الاقتصاد القومي تتطلب تخفيض قيمة العملة أكثر من مستوى العرض والطلب لتحقيق أهداف معينة ، وفي هذه الحالة يلتزم المتعاملون سواء أكانوا أفرادًا أو بنوكًا بالسعر الذي يحدده البنك المركزي ، والذي يدعمه عادة قانون ملزم ؛ بحيث يتم تجريم المخالفات للأسعار المحددة ، ويحدث نفس الشيء عندما يقرر البنك المركزي رفع السعر بأعلى من القيمة الحقيقية ، التي يمكن أن تحددها قوى العرض والطلب ، وفي مثل هذه الحالة تنشط الأسواق السوداء للعملات الحرة ؛ لتحقيق المكاسب المالية المتمثلة في الفروق

---

( ١ ) Luis Serven And Anders Solimano, Private Investement And Macroeconomic Adjustment : A Survey, The World Bank Research Observer, VOL. 7, No. 1, Jan 1992, pp 102 - 103.

الواضحة بين أسعار الشراء الرسمية ، أو المعلنة ، وأسعار الشراء والبيع غير الرسمية والتي يدعمها عادة وجود أزمة عرض أو فائض طلب غير مشبع ، الأمر الذي يغرى بالمضاربة ، وتحمل مخاطر مخالفة القوانين ، بواسطة تجار العملة الأجنبية في الأسواق السوداء .

ورغم أن أسعار البنك المركزي وهو الجهة الرئيسية المسؤولة في هذا الصدد ، فإن بعض نظم إدارة الدولة ، تخضع البنك المركزي لوزير الاقتصاد ، أو لوزير المالية ، والذين يكون لهم في هذه الحالة حق إصدار القرارات ، وتعديل القوانين ، وتحريك الدعاوى الجنائية ، في حالات مخالفة الأسعار المحددة لبيع العملات الأجنبية ، أو شرائها ، وكذلك الموافقة على التصالح ومصادرة النقد الأجنبي .

وعادة ما تصدر القرارات والقوانين بالتعاون بين الجهات المذكورة ، والبنك المركزي ، وبعد إجراء مشاورات متبادلة ، ودراسات اقتصادية ، أو بحوث يجريها كل من البنك المركزي ووزارة الاقتصاد ، أو وزارة المالية ، أو وزارة التجارة أو غيرها وفقًا للنظام الوزاري في كل دولة ، وتحدد هذه الجهات قواعد المعاملات مع العالم الخارجي بالنقد الأجنبي استيرادًا وتصديرًا ودخول وخروج رأس المال بالعملات الأجنبية ، وقواعد التحويلات النقدية والتعاملات المصرفية وحسابات النقدية الأجنبي فيها ، وكذلك الجهات التي يرخص لها بالتعامل في النقد الأجنبي بيعًا وشراءً مثل شركات الصرافة .

وتتوقف قدرة البنك المركزي على إدارة السياسة النقدية ، والتأثير على قيمة العملة ، أو تحديدها بدقة على مدى تعرض اقتصاد الدولة للصدمات الخارجية ؛ إذ نجد في هذه الحالة ، أنه من الصعب الوصول إلى حالة الاستقرار الاقتصادي في الأجل القصير ، ويمكن في الأجل الطويل الوصول إلى تحديد سليم للسيولة وخلق الائتمان واستقرار سعر الصرف ؛ حيث تزيد المدة في هذه الحالات عن ثلاث سنوات (١) ، ويلعب صندوق النقد الدولي دورًا مؤثرًا في تحديد سعر صرف العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية وتحقيق الثبات النسبي له ، وإذا رجعنا إلى الأهداف المعلنة للصندوق نجد أن من ضمنها العمل على تثبيت سعر الصرف والمحافظة على معدلات مناسبة لأسعار صرف الدول الأعضاء وتجنب المنافسة على تخفيض سعر الصرف بين الدول الأعضاء .

(١) Richard D.end, The Role Of Central Banks, Finance & Development VOL. 26, No 4, Dec. 1989, pp 11 - 12.

وعند توقيع اتفاقية إنشاء الصندوق ، كانت الاتفاقية تبيح للدول الأعضاء تغيير قيمة عملاتها بما لا يتعدى ( ١٪ ) ( بالزيادة أو النقص ) ، ثم تعدلت هذه النسبة بموجب اتفاقية ( سميثونيان ) عام ( ١٩٧١م ) ، لتكون ( ٢,٢٥٪ ) على كل جانب ، كما سمح الصندوق للدول التي تعاني من عجز أساسي في موازين مدفوعاتها ، بتغيير أسعار عملاتها في حدود ( ١٠٪ ) على كل جانب ( زيادة أو نقص ) دون الحصول على موافقة الصندوق ، ويمكن لبعض الدول تجاوز هذه النسبة بشرط الحصول مقدمًا على موافقة الصندوق .

ولما كانت فترة السبعينات قد شهدت العديد من الظواهر الاقتصادية العالمية ؛ مثل : الركود التضخمي ، وتوالي تخفيض الدولار الأمريكي ، وزيادة حدة التضخم ، وتوقف الولايات المتحدة الأمريكية عن تحويل الدولارات إلى ذهب ؛ فقد اتجه الصندوق إلى تعديل اتفاقية إنشائه عام ( ١٩٧٦م ) ، وأصبح للتعويم الصفة القانونية دون ارتباط بأي نسبة مئوية أو بلا حدود ؛ حيث إن كثيرًا من الدول قبل التعديل كانت تلجأ إلى تعويم عملاتها رغم مخالفة ذلك لاتفاقية إنشاء الصندوق واتجهت كثير من الدول إلى ربط قيم عملاتها بوحدات حقوق السحب الخاصة بدلًا من الدولار أو الذهب بعد أن اعترف الصندوق باستخدام هذه الوحدات كأصل احتياطي عالمي ، وكان من المأمول أن يؤدي تعويم العملات إلى تقليل الطلب على الاحتياطيات الدولية وحقوق السحب الخاصة إلا أن ذلك لم يحدث ؛ لعدم قدرة التعويم على التأثير في نشاط المضاربة ، مثلما كان يحدث في حالة تطبيق ثبات سعر الصرف عالميًا (١).

وعادة ما نجد أن الصندوق يلجأ في محادثاته مع الدول الأعضاء ، إلى تقديم بعض النصائح ، أو المشورة ، فيما يتعلق بالرقابة على النقد الأجنبي ، وتحديد سعر الصرف ؛ حيث إن نصوص اتفاقية إنشاء الصندوق توضح أنه لا يحق لأية دولة عضو أن تقترح تغيير قيمة عملتها الخارجية إلا بعد التشاور مع صندوق النقد الدولي ، وفي حالة المخالفة يحرم الدولة العضو من استخدام موارد الصندوق ما لم يتقرر غير ذلك ، ويلاحظ أن الصندوق حرص كذلك على إلغاء نظم الرقابة على الصرف ومنع تعدد أسعار الصرف

---

(١) Androw D. Corckett, Control Over International Reseves, IMF Staff Papers, VOL 25, No 1, March 1978, p 10.

باستثناء الحالات التي تستوجب ذلك مثل فترات ما بعد الحروب وما يترتب عليها من مشاكل مالية ونقدية ، وكذلك عملات الدول التي يقرر الصندوق أن عملاتها أصبحت نادرة ولا تكفي لسداد طلبات الأعضاء .

ولم تكن درجة استجابة كثير من الدول الأعضاء لمثل هذه الشروط مرضية على الإطلاق .

* * *

## الفَصْلُ الثَّانِيْ : الرأي الشرعي في المعاملات في أسواق العملات الأجنبية

### أ - الصرف والحوالة في الإسلام :

تحدث المعاملات في أسواق الصرف العاجل عن طريق التحويلات البريدية ، أو السفاتج ( الحوالات ) ، أو بالبرق ، أو بالشراء النقدي ، عندما يحدث تبادل عملة معينة بعملة دولة أخرى أو عن طريق البنوك .

وتعتبر الحوالة أمرًا كتابيًا صادرًا من أحد البنوك إلى بنك آخر ، أو مراسل للبنك في دولة أخرى ، ويطالبه بدفع مبلغ معين من العملات الأجنبية ، إلى طرف ثالث فورًا ، وتعتبر مصاريف التحويل ضمن ثمن الحوالة ، وداخلة في ثمن النقد الأجنبي ، ويكون الدفع في هذه الحالة عاجلًا ، أو بمجرد الاطلاع .

أما سوق الصرف الآجل ، فيتم التعامل فيه على محورين : الأول : تبادل السفاتج الآجلة ، والثاني : العقود المؤجلة ، وتعتبر الحوالة الآجلة أمرًا صادرًا من طرف أول ( ساحب ) إلى طرف ثانٍ ( مسحوب عليه ) ؛ ليدفع مبلغًا معينًا من العملات الأجنبية إلى طرف ثالث ( المستفيد ) ؛ وذلك في تاريخ معين ، ويمكن تظهيرها للوفاء بالالتزامات المستحقة للغير ، ويساوي الفرق بين السعر العاجل والسعر الآجل للعملات الأجنبية معدل الفائدة على العملة الأجنبية السائدة في دولة الطرف الآخر وتفيد هذه الحوالات في تسهيل حركة التجارة الدولية وكأسلوب للدفع في حالة حوالات الصرف العاجلة ، كما أن الحوالات الآجلة قابلة للتداول بالبيع والشراء قبل موعد الاستحقاق ويمكن البيع بسعر يقل عن القيمة الاسمية بما يساوي سعر الفائدة على العملة المعروضة للبيع ؛ وذلك قبل موعد استحقاق الحوالة .

وتستخدم العقود المؤجلة جنبًا إلى جنب مع الحوالات العاجلة ، والآجلة ؛ حيث

يحرر عقد بين البائعين ، والمشترين ، ينص على تسليم كمية معينة من العملة ؛ بسعر صرف متفق عليه مقدمًا ، والحوالة في الشريعة الإسلامية تعني نقل الدين من ذمة المحيل إلى ذمة المحتال عليه ، ويشمل النقل الدين مع المطالبة وهو رأي الإمام أبي يوسف ، بينما يرى محمد أن النقل للمطالبة فقط ، ويستند الرأي الأول إلى أن الدائن لو أبرأ المحال عليه من الدين ، أو وهب المبلغ كان ذلك صحيحًا ، ولو أبرأ المحيل ، أو المدين ، أو وهب إياه لم يصح [١] .

والسند الشرعي للحوالة يستمد من الحديث الشريف لرسول اللّٰه ﷺ : « **مطل الغني ظلم وإذا اتبع على مليء فليتبع** » [٢] .

ويشترط لصحة الحوالة الرضا من كل جانب : كل المحال له ، والمحال عليه ، وبالنسبة للمحال له الدين حق له فلا بد من رضاه ، أما المحال عليه ؛ فيلزمه الدين ، ولا لزوم بغير التزام فيلزم رضاه كذلك ، وأما المحيل ، فإن الحوالة تصح بدون رضاه .

ولا يشترط أن يكون المحال عليه مدينًا للمحيل ؛ لأن الحوالة قد تكون بدون دين ؛ وذلك عند الحنفية ، أما الشافعية ، فيرون أنه بمجرد قبول المحال عليه للحوالة ، ينتقل الدين من ذمة المحيل عليه ؛ حيث يرى الشيرازي أن الحوالة ، إما أن تكون تحويل حق ، أو بيع حق ، وأيهما كان ، وجب أن يبرأ به ذمة المحيل .

ويرى بقية الفقهاء في مختلف المذاهب ، أن الحوالة لا تجوز إلا على من له عليه دين ؛ لأنها تبيع ما في الذمة بما في الذمة ، فإذا أحال من لا دين له عليه ، كان بيع معدوم ، فلا يصح ، وقال البعض : يمكن أن تصح إذا رضي المحال عليه ، الذي تحمل دينًا يصح ، إذا كان عليه مثله ، فصح ، وإن لم يكن عليه مثله ، كالضمان - فإن المحيل يطالب بتخليصه ، كما يطالب المضمون عنه بتخليصه ، فإن قضاه بإذنه رجع على المحيل ، وإن قضاه بغير إذنه لم يرجع [٣] .

وتعتبر الحوالة من أشهر العقود التي تعتمد عليها الاعتمادات المستندية في البنوك ، خاصة الاعتمادات القابلة للتحويل ، وفي حالة قبول المستفيد المصدر ؛ حيث يلتزم

(١) ابن عابدين ، رد المحتار ، ( ٣٤٠/٥ ) .

(٢) إرواء الغليل ، الألباني ، ( ٢٤٩/٥ ، ٢٥٠ ) ، المكتب الإسلامي ، ( ١٤٠٥هـ ).

(٣) الشيرازي ، المهذب ، ( ٤٤٥/١ ) .

البنك المحال عليه بثمن البضائع الخاصة بالمحيل . .

وبالنسبة للمعاملات في أسواق العملات الأجنبية ، تعتبر عملية التحويل التي يقوم بها البنك لصالح العميل عقد حوالة ؛ حيث إن العميل يعطي مبلغًا معلومًا للبنك ، أو يكلف العميل البنك بأن يحول من حسابه الجاري لدى البنك ، إلى مكان ، أو دولة ما ، فيلتزم البنك بتحويل المبلغ الذي في ذمته إلى المستفيد ؛ سواء كان للعميل نفسه ، أو لأحد غيره ، ويرجع اعتبار عملية تحويل النقود حوالة ؛ لأن العميل يضع ماله تحت يد البنك سواء كوديعة ، أو حساب جارٍ فهي عملية تحويل لحق العميل أو بيع لحقه ؛ لأن الحوالة لا تجوز إلا في مال يجوز بيعه ، أي أن المحيل يقوم ببيع ماله في ذمة المحال إليه أو يحول حقه فيه ، والبنك المحال عليه مليء ، وفيما يتعلق بالتحويلات الخارجية فإنها تأخذ حكم السفتجة ؛ حيث يعطي الفرد مالًا لشخص آخر له كان في بلد المعطى فيوفيه إياها ، ويستفيد أمن الطريق [1] ، وفي البنوك الحديثة نجد أن العميل يودع المال لدى البنك على أن يحصل على مثله في البلد الأجنبي تجنبًا لمخاطر السرقة أو ضياع المال .

ويقول ابن تيمية : « وهذا كما أن من أخذ السفتجة من المقرض ، وهو أن يقرضه دراهم يستوفيها منهن في بلد آخر ؛ مثل : أن يكون المقرض حمل الدراهم إلى بلد آخر ، والمقترض له دراهم في ذلك البلد ، وهو محتاج إلى دراهم في بلد المقرض ، فيقترض منه في بلد دراهم القرض ويكتب له سفتجة ، إلى بلد دراهم المقترض ، فهذا يجوز في أصح قولي العلماء ، وقيل النهي عنه ؛ لأنه قرض جرَّ منفعة ، والقرض إذا جر منفعة كان ربا ، والصحيح الجواز ؛ لأن المقترض رأى النفع بأمن خطر الطريق ، إلى نقل دراهمه إلى بلد دراهم المقترض ، فكلاهما منتفع بهذا الاقتراض ، والشارع لا ينهى عما ينفع الناس ويصلحهم ، ويحتاجون إليه ، وإنما ينهى عما يضرهم ويفسدهم وقد أغناهم اللّه عنه [2] .

ويستفاد مما سبق ، أن عملية السفتجة جائزة شرعًا ، لوجود نفع لها لأطراف التعامل ؛ لأن الإسلام يبيح كل ما هو نافع ، ويحرم كل ما هو ضار .

وقد روي أن ابن الزبير كان يأخذ من قوم مكة دراهم ، ثم يكتب لهم بها إلى مصعب بن الزبير بالعراق ، فيأخذونها منه ، فسئل عن ذلك ابن عباس فلم ير به بأسًا ،

---

(١) الحطاب ، مواهب الجليل ، ( ٥٤٨/٤ ) .

(٢) ابن تيمية ، الفتاوى ، ( ٤٥٥/٢٩ ، ٤٥٦ ) .

وروي عن علي ﷺ أنه سئل عن مثل هذا ، فلم ير به بأسًا ، وقد أجازه ابن سيرين ، والنخعي ( رواه سعيد ) ، وذكر القاضي أن للوصي قرض مال اليتيم في بلد أخرى ، ليربح خطر الطريق ، والصحيح جوازه ؛ لأنه مصلحة لهما من غير ضرر بواحد منهما ، والشرع لا يرد بتحريم المصالح ، التي لا مضرة فيها ؛ بل بمشروعيتها ؛ ولأن هذا ليس بمنصوص على تحريمه ، ولا في معنى المنصوص ، فوجب إبقاؤه على الإباحة [١] .

ويتفق الفقهاء على اعتبار التعامل في العملات خاضعًا لأحكام الصرف ، فتسري أحكام الصرف على التعامل بأصل الأثمان ، ومعيار القيم ، وهو الذهب والفضة كما تنطبق هذه الأحكام على الفلوس المتعارف على تداولها بين الناس كوسيلة للتبادل ؛ بيد أن بعض الفقهاء مثل مالك يرى أنه ( لا خير في الفلوس نظرة بالذهب ولا بالورق ، ولو أن الناس أجازوا بينهم الجلود حتى تكون لها سكة وعين ، لكرهتها أن تباع بالذهب والورق نظرة ) ويرى الليث بن سعد أن يحيى بن سعيد وربيعة كَرِها الفلوس وبيعها أفضل أو نظرة لكونها معلومة ، فإن كانت كاسدة عينها ؛ لأنها عروض ، وإن كانت نافقة لم يعينها ؛ لأنها من الأثمان كالذهب والفضة [٢] .

والمقصود مما سبق أن الفلوس لا يصح بيعها مؤجلًا أو مع التأخير في القبض ، سواء كانت الفلوس نقودًا ورقية أو معدنية أو غيرها .

وفيما يتعلق ببيع العملات الأجنبية ، فإنها جائزة شرعًا ، دون أن يكون هناك تأخير في قبض القيمة ، ويمكن أن تكون بزيادة بينهما في قيمة المبادلة ، والسند الشرعي لما سبق هو حديث الرسول ﷺ : « **الذهب بالذهب ، والفضة بالفضة ، والشعير بالشعير ، والتمر بالتمر ، والملح بالملح ، مثلًا بمثل ، سواءً بسواء ، يدًا بيد ، فإذا اختلفت هذه الأصناف ، فبيعوا كيف شئتم ، يدًا بيد** » [٣] ، ويستفاد من هذا الحديث الشريف أن مبادلة العملات المحلية بالعملات الأجنبية مع زيادة القيمة بينهما لا غبار عليها طالما كان التبادل يدًا بيد ، أي يكون قبض الثمن في المجلس دون تأخير ؛ لأن حدوث ذلك يكون

---

(١) ابن قدامة ، المغني ، ( ٣٥٤/٤ ، ٣٥٥ ) .

(٢) الإمام مالك بن أنس ، المدونة الكبرى ، ( ٩٠/٣ ، ٩١ ) ، راجع أيضًا : الإمام الموصلي ، الاختيار ، ( ٥٦/٢ ) .

(٣) صحيح مسلم ، ( ٦٩٣/١ ) ، الحلبي .

من ربا النساء .

وفي حديث آخر يقول الرسول ﷺ : « **الذهب بالورق ربا ، إلا هاء وهاء** » (١) . والمقصود بكلمة هاء ، وهاء ، أنها أخذ وعطاء في الحال دون تأخير في التقابض من المجلس ، وتأخذ بقية الأنواع من النقود حكم الذهب فينطبق ما سبق على الفضة وعلى الفلوس بأشكالها المختلفة .

ويجدر الإشارة إلى أن ما سبق ينطبق على البيع الفوري للعملات المتبادلة سواء بين الناس وبعضهم البعض ، أو بين الناس والمصارف ، أو بين المصارف وبعضها البعض ؛ حيث يكون القبض حالًا وفورًا ، أما عملية التحويل بين العملات داخل البنوك ، وبين البنوك والعملاء أو بين البنوك وبعضها البعض ، والتي لا يكون القبض فيها يدًا بيد فإنها تأخذ حكم الحوالة ؛ لأنها ليست عملية بيع ، ويكون العرف المصرفي هو الحاكم بين أطراف التعامل في مثل هذه الحالة ؛ حيث تكون القيود الحسابية بين البنوك وبعضها بمثابة القبض العرفي ، ويستطيع العميل الحصول على مقابل العملة التي أعطاها للبنك في دولة أخرى يكون للبنك فيها مراسل أو وكيل مصرفي ، ولا يريد العميل في هذه الحالة القبض الفوري للمقابل بالعملة الأخرى ؛ بل يريد مجرد حماية المال من أخطار السفر أو الطريق أو السرقة أو الضياع .. إلخ ؛ ومن ثم فإن ما تحصل عليه المصارف من زيادة في قيمة المبادلة جائز شرعًا ، وكذلك الحال بالنسبة لما يتقاضاه البنك من عمولات أو مصاريف إدارية لإجراء عملية التحويل .

ويرى البعض أن اختلاف أسعار شراء وبيع العملات المقترن بالزمن الذي يستغرقه التحويل بين البنوك يشوبها الربا ، ولكن العميل أو مشتري العملة لا شأن له بالتوظيف الربوي الذي يقوم به البائع لحافظة عملاته ، كما أن فرق السعر يمكن أن ينتج أيضًا من التوظيف غير الربوي لكافة العملات حينما يتحرى المتعاملون المشروعية أو الحلال في استغلال الأموال ؛ إذ نجد أن بعض البنوك تعطي أسعارًا أقل للعملة التي يتم تحويلها بالبريد عن أسعار العملة التي يتم تحويلها بالبرق لتمكنهم من توظيف العملات ربويًا لفترة أطول في حالة التحويل البريدي (٢) ، ويرى أن التعامل بالعقود المؤجلة التي يؤجل

(١) صحيح الجامع الصغير للسيوطي ، الألباني ، المكتب الإسلامي ، ( ١٤٠٦هـ ) .

(٢) د. معبد علي الجارحي ، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام ، من بحوث كتاب الإدارة المالية في =

فيها كل من دفع الثمن ، واستلام العملة لا مجال لتطويرها لكي تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية ؛ لأن تغطية موقف تاجر العملة تحتاج إلى اقتراض العملة المحلية أولًا ، ثم شراء العملات الأجنبية قبل اقتراضها أو استثمارها والاقتراض سوف يكون بفائدة ربوية ؛ ومن ثم فإنه حرام شرعًا ، وذلك يختلف عن حالة سفاتج الصرف المطلقة ، وسفاتج الصرف بالمشاركة والتي تباع بسعر يقل عن سعر الصرف الحاضر بمقدار معدل الربح الناتج من توظيف هذه السفاتج ، مطروحًا منها مصاريف توظيف العملة ويتحمل المشتري مخاطر خسارة جزء من قيمتها ، كما يمكن تداول هذه السفاتج في أسواق ثانوية يعتمد سعرها فيه على معدل الربح المتوقع من توظيف حصيلتها ، ودرجة خبرة ومهارة تاجر العملة في توظيف الأموال (١) .

وهكذا نجد أن دراسة الحوالة ، والصرف ، في الإسلام تعتبر نقطة بداية أساسية للحكم على شرعية كافة صور التعامل الحاضر ، والآجل في العملات الأجنبية .

**ب - الضوابط الشرعية للتعامل في أسواق العملات الدولية :**

وضع الإسلام العديد من الضوابط الشرعية في أسواق العملات الدولية ، يجعل المعاملات تتصف بالمشروعية ، وينأى بها عن شبهة الربا والحرام ، ويحول دون استخدامها كأداة للاستغلال ، أو المقامرة غير المشروعة ، أو الكسب غير المشروع ، كما حرص الإسلام على عدم استخدام أية صيغة للتعامل في العملات الأجنبية ، كوسيلة للكسب المرتبط بالزمن ، أو التأخير الزمني ، ولم يفت الشريعة الإسلامية أن تمنع الآثار السلبية التى يمكن أن يعاني منها الاقتصاد القومي ، أو العملة الوطنية في حالة التعامل بالبيع ، أو الشراء ، في العملات الأجنبية ، وذلك مع المحافظة على القوة الشرائية لنقود المجتمع الإسلامي ، **ويمكن إيجاز أهم الضوابط الإسلامية فيما يلي :**

- البعد عن الربا .
- البعد عن القمار .
- الأسعار تعكس المتغيرات الاقتصادية وليس الحالة النفسية العامة .

---

=الإسلام ، ( ١/١٣١ - ١٣٣ ) ، المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية ، مؤسسة آل البيت ، عمان ، ( ١٩٨٩م ) .

(١) المرجع السابق ، ( ص ١٣٢ ، ١٣٣ ) .

حماية القوة الشرائية للعملة الوطنية .

**ونوضح ما سبق على النحو التالي :**

**١ - تجنب الربا :**

حرص الإسلام على تنقية المعاملات في أسواق العملات الأجنبية ، من أية شوائب تنحرف بها عن المشروعية ، طبقًا لمبادئ الشريعة الإسلامية بصفة عامة ، والبعد عن شائبة الربا بصفة خاصة ، فإذا تم تحويل العملة عن طريق حوالة مصرفية مثلًا : يجب أن يحدث التقابض الفوري في تحديد المبلغ الذي يدفع ، والمقابل بالعملة الأخرى ، فإذا لم يحدث التقابض لضرورة ما فإنه يمكن الوفاء بشيك ، أو بحوالة دون تعمد التأجيل في مقابل زيادة سعر الصرف بزيادة الزمن ؛ إذ إن ذلك لو حدث يعتبر من الربا المحرم شرعًا .

ولما كانت النقود تقوم مقام العملات المتداولة قديمًا ، وهي الذهب ، والفضة ، فإن علة الثمنية تنطبق عليها ، ويطبق على التعامل فيها أحكام الصرف ؛ ومن ثم يحرم الربا في كافة أشكال النقود ، سواء كانت سلعية ، أو ورقية ، أو جلدية أو غيرها .

ولا يجوز اعتبار الزيادة المترتبة على التعامل الآجل في العملات الأجنبية بيع سلم ، أو بيعًا مؤجلًا ؛ حيث يقول أبو سعيد الخدري ﷺ : « السلم بما يقوم به السعر ربًا » (١) .

ويتفق الفقهاء على عدم جواز عقد الصرف الآجل لمنع الربا الذي يمكن أن يقترن به ؛ وذلك استنادًا إلى الأحاديث النبوية الشريفة ، وأقوال الصحابة ، وفتاوى الفقهاء القدامى ، والمحدثين .

إذ يروى أن رسول الله ﷺ « نهى عن بيع الذهب بالورق دينًا (٢) » ، وروي عن أبي المنهال قال : باع شريك لي ورقًا بنسيئة إلى الموسم فقلت : هذا أمر لا يصح ، قال : قد بعته في السوق ، فلم ينكر عليَّ أحد ، فأتيت البراء بن عازب فسألته ، فقال : قدم رسول الله ﷺ المدينة ، ونحن نبيع هذا البيع فقال : « **ما كان يدًا بيد ، فلا بأس به ، وما**

---

(١) فتح الباري ، كتاب السلم ، ( ٣٤٠/٥ ) ، الحلبي .

(٢) البخاري ، كتاب البيع ، باب الورق بالذهب نسيئة ، فتح الباري بشرح صحيح البخاري ، ( ٢٨٧/٥ ) ، مكتبة مصطفى البابي الحلبي ، القاهرة ، ( ١٩٥٩م ) . انظر كذلك : صحيح مسلم ، كتاب البيوع ، باب النهي عن بيع الورق بالذهب دينًا ، ( ١٢١٣/٣ ) .

**كان نسيئة فهو ربًا »** [١] ، وعن ابن عمر ﷺ ، قال :

كنت أبيع الإبل فكنت آخذ الذهب من الفضة ، والفضة من الذهب ، والدنانير من الدراهم ، والدراهم من الدنانير ، فسألت النبي ﷺ فقال : « **إذا أخذت أحدهما ، وأعطيت الآخر ، فلا تفارق صاحبك ، وبينك وبينه لبس** » ، والحديث ضعفه الألباني [٢] ، [٣] وعن ابن عمر ﷺ أيضًا قال : « قال عمر بن الخطاب ﷺ : لا تبيعوا الذهب بالذهب ، إلا مثلًا بمثل ، ولا تبيعوا الورق بالورق إلا مثلًا بمثل ، ولا تبيعوا الورق بالذهب أحدهما غائب ، والآخر ناجز ، وإن استنظرك حتى يلج بيته ، لا تنظر إلا يدًا بيد ، هات وهذا ، إني أخاف عليكم الربا » [٤] .

وقد اعتبر الفقهاء القدامى ، أنه إذا كان العوضان جميعهما من أموال أو الربا كالذهب بالذهب ، والذهب بالفضة ، فيحرم فيهما النسيئة ، وأن شرط الصرف أن يقع ناجزًا مع قبض البدلين قبلَ الافتراق ، فإذا افترق المتعاملون قبل القبض ، يكون الصرف فاسدًا .

وأوضحت الفتاوى المعاصرة عدم جواز بيع النقد بعضه ببعضه ، أو بغير جنسه نسيئة مطلقًا ، فلا يجوز بيع الدولار الأمريكي مقابل ( ٣,٣ ) جنيهات مصرية نسيئة ، وجاء في توصيات المؤتمر الثاني للمصرف الإسلامي بالكويت عام ( ١٩٨٣م ) أنه بعد استعراض النصوص ، يمكن القول بعدم جواز الاستثمار في بيع وشراء العملات في السوق الآجل ، لتعارض ذلك مع صريح النصوص ؛ إضافة إلى ذلك ، فإن هناك في العادة علاقة واضحة بين سعر الصرف الآجل ، وسعر الفائدة .

وأوضح فقهاء دار المال الإسلامي ، أن تقديم عملة عاجلة لمؤسسة مالية ، مقابل التزام هذه المؤسسة بتسليم مبلغ محدد سلفًا من عملة أخرى في تاريخ لاحق ، لا يجوز من الناحية الشرعية لانتفاء شرط التقابض [٥] .

---

(١) المرجع السابق ، صحيح مسلم ، ( ص ١٢١٣ ) .
(٢) راجع صحيح ابن ماجه ، تحقيق الألباني ، ( ٥٢/٢ ) ، المكتب الإسلامي ، ( ١٤٠٨هـ ) .
(٣) ابن ماجه ، سنن ابن ماجه ، دار إحياء الكتب العربية ، القاهرة ، ( ٧٦٠/٢ ) .
(٤) البيهقي ، السنن الكبرى ، ( ٢٨٤/٥ ) .
(٥) دار المال الإسلامي ، فهرس عمليات شركة الاستثمار الإسلامي ، ( ص ٤٠ ) .

ويجدر الإشارة إلى أن الصرف الآجل يختلف عن المواعدة على الصرف ؛ حيث نجد أن بعض المجتهدين يعتبر الصرف الآجل مجرد مواعدة على الصرف يسبق البيع الحقيقي ، وعلى أساس السعر الحاضر ؛ وذلك لأنه لا يوجد تسليم من أي طرف ، ولكن يوجد اتفاق على الشراء في المستقبل ، بسعر محدد مسبقًا ، وتوضح هيئة الرقابة الشرعية لبيت التمويل الكويتي أنه يجوز الاتفاق على بيع وشراء العملة وبسعر يتفق عليه مقدمًا على أن يتم تنفيذ العملية فيما بعد ، ويكون التسليم والاستلام بالنقد في وقت واحد ، ولكن إذا اقترن الوعد بما يدل على أنه عقد بيع فيكون من قبيل بيع الكالئ بالكالئ وهو ممنوع [(١)] ، أي أن الإسلام يحرم العقود التي يؤجل فيها كلًّا من طرفي المعاوضة .

ورغم ما سبق ، فإن بعض الفقهاء ، والمجتهدين ، يرون عدم جواز المواعدة على الصرف لقول العلامة ابن رشد : « لا يجوز في الصرف ، ولا في بيع الذهب مواعدة ولا خيار ولا كفالة ولا حوالة ولا يصح إلا بالمتاجرة لا يفارق صاحبه وبينه وبينه عمل ، أما المواعدة فتكره فإن وقع الصرف بينهما على المواعدة لم يفسخ عند ابن القاسم ، وقال أصبغ : يفسخ ، فلعل قول ابن القاسم إذا لم يتراوضا على السوم ، فقال له : اذهب معي أصرف منك ذهبك بكذا ، وكذا » [(٢)] .

وترجع عدم مشروعية المواعدة على الصرف لدى القائلين بذلك ، إلى أن الغاية من القواعد على الصرف الأجنبي ، لا تتحقق ؛ لأن الواعد لا يلزم قضاء بالوفاء بوعده ؛ ففي ظل وجود هذا التعامل عادة مع أطراف غير مسلمة يمكن التنصل من الوعد عندما يتغير سعر الصرف لغير صالح أحد المتواعدين ، أو يرى أن عدم التنفيذ يحقق له مكسبًا أفضل .

كما يوضح البعض أن الصرف جرى على احترام الوعد وتنفيذه ؛ لأن المعروف عرفًا كالمشروط شرطًا ، فتصبح العملية عقد صرف آجل ملزم ، وهو ما لا يجوز شرعًا كما سبق البيان [(٣)] ، ولا شك أن تحري الدقة في الحكم على مشروعية المعاملات في أسواق

(١) بيت التمويل الكويتي ، الفتاوى الشرعية في المسائل الاقتصادية ، ( ص ٩٠ ) ، بيت التمويل الكويتي ، ( ١٩٨١م ) .

(٢) مقدمات ابن رشد ، دار صادر ، بيروت ، ( ٥٧٠/١ ) ، ( ٥٠٩/٢ ) .

(٣) أحمد محيي الدين أحمد حسن ، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية ، بنك البركة الإسلامي للاستثمار ، البحرين ، الطبعة الأولى ، ( ١٩٨٦م ) ، ( ص ٣٤٣ ، ٣٤٤ ) .

**كان نسيئة فهو ربًا** » [١] ، وعن ابن عمر ﷺ ، قال :

كنت أبيع الإبل فكنت آخذ الذهب من الفضة ، والفضة من الذهب ، والدنانير من الدراهم ، والدراهم من الدنانير ، فسألت النبي ﷺ فقال : « **إذا أخذت أحدهما ، وأعطيت الآخر ، فلا تفارق صاحبك ، وبينك وبينه لبس** » ، والحديث ضعفه الألباني [٢] ، [٣] وعن ابن عمر ﷺ أيضًا قال : « قال عمر بن الخطاب ﷺ : لا تبيعوا الذهب بالذهب ، إلا مثلًا بمثل ، ولا تبيعوا الورق بالورق إلا مثلًا بمثل ، ولا تبيعوا الورق بالذهب أحدهما غائب ، والآخر ناجز ، وإن استنظرك حتى يلج بيته ، لا تنظر إلا يدًا بيد ، هات وهذا ، إني أخاف عليكم الربا » [٤] .

وقد اعتبر الفقهاء القدامى ، أنه إذا كان العوضان جميعهما من أموال أو الربا كالذهب بالذهب ، والذهب بالفضة ، فيحرم فيهما النسيئة ، وأن شرط الصرف أن يقع ناجزًا مع قبض البدلين قبل الافتراق ، فإذا افترق المتعاملون قبل القبض ، يكون الصرف فاسدًا .

وأوضحت الفتاوى المعاصرة عدم جواز بيع النقد بعضه ببعضه ، أو بغير جنسه نسيئة مطلقًا ، فلا يجوز بيع الدولار الأمريكي مقابل ( ٣,٣ ) جنيهات مصرية نسيئة ، وجاء في توصيات المؤتمر الثاني للمصرف الإسلامي بالكويت عام ( ١٩٨٣م ) أنه بعد استعراض النصوص ، يمكن القول بعدم جواز الاستثمار في بيع وشراء العملات في السوق الآجل ، لتعارض ذلك مع صريح النصوص ؛ إضافة إلى ذلك ، فإن هناك في العادة علاقة واضحة بين سعر الصرف الآجل ، وسعر الفائدة .

وأوضح فقهاء دار المال الإسلامي ، أن تقديم عملة عاجلة لمؤسسة مالية ، مقابل التزام هذه المؤسسة بتسليم مبلغ محدد سلفًا من عملة أخرى في تاريخ لاحق ، لا يجوز من الناحية الشرعية لانتفاء شرط التقابض [٥] .

---

(١) المرجع السابق ، صحيح مسلم ، ( ص ١٢١٣ ) .

(٢) راجع صحيح ابن ماجه ، تحقيق الألباني ، ( ٥٢/٢ ) ، المكتب الإسلامي ، ( ١٤٠٨هـ ) .

(٣) ابن ماجه ، سنن ابن ماجه ، دار إحياء الكتب العربية ، القاهرة ، ( ٧٦٠/٢ ) .

(٤) البيهقي ، السنن الكبرى ، ( ٢٨٤/٥ ) .

(٥) دار المال الإسلامي ، فهرس عمليات شركة الاستثمار الإسلامي ، ( ص ٤٠ ) .

ويجدر الإشارة إلى أن الصرف الآجل يختلف عن المواعدة على الصرف ؛ حيث نجد أن بعض المجتهدين يعتبر الصرف الآجل مجرد مواعدة على الصرف يسبق البيع الحقيقي ، وعلى أساس السعر الحاضر ؛ وذلك لأنه لا يوجد تسليم من أي طرف ، ولكن يوجد اتفاق على الشراء في المستقبل ، بسعر محدد مسبقًا ، وتوضح هيئة الرقابة الشرعية لبيت التمويل الكويتي أنه يجوز الاتفاق على بيع وشراء العملة وبسعر يتفق عليه مقدمًا على أن يتم تنفيذ العملية فيما بعد ، ويكون التسليم والاستلام بالنقد في وقت واحد ، ولكن إذا اقترن الوعد بما يدل على أنه عقد بيع فيكون من قبيل بيع الكالئ بالكالئ وهو ممنوع (١) ، أي أن الإسلام يحرم العقود التي يؤجل فيها كلًّا من طرفي المعاوضة .

ورغم ما سبق ، فإن بعض الفقهاء ، والمجتهدين ، يرون عدم جواز المواعدة على الصرف لقول العلامة ابن رشد : « لا يجوز في الصرف ، ولا في بيع الذهب مواعدة ولا خيار ولا كفالة ولا حوالة ولا يصح إلا بالمتاجرة لا يفارق صاحبه وبينه وبينه عمل ، أما المواعدة فتكره فإن وقع الصرف بينهما على المواعدة لم يفسخ عند ابن القاسم ، وقال أصبغ : يفسخ ، فلعل قول ابن القاسم إذا لم يتراوضا على السوم ، فقال له : اذهب معي أصرف منك ذهبك بكذا ، وكذا » (٢) .

وترجع عدم مشروعية المواعدة على الصرف لدى القائلين بذلك ، إلى أن الغاية من القواعد على الصرف الأجنبي ، لا تتحقق ؛ لأن الواعد لا يلزم قضاء بالوفاء بوعده ؛ ففي ظل وجود هذا التعامل عادة مع أطراف غير مسلمة يمكن التنصل من الوعد عندما يتغير سعر الصرف لغير صالح أحد المتواعدين ، أو يرى أن عدم التنفيذ يحقق له مكسبًا أفضل .

كما يوضح البعض أن الصرف جرى على احترام الوعد وتنفيذه ؛ لأن المعروف عرفًا كالمشروط شرطًا ، فتصبح العملية عقد صرف آجل ملزم ، وهو ما لا يجوز شرعًا كما سبق البيان (٣) ، ولا شك أن تحري الدقة في الحكم على مشروعية المعاملات في أسواق

(١) بيت التمويل الكويتي ، الفتاوى الشرعية في المسائل الاقتصادية ، ( ص ٩٠ ) ، بيت التمويل الكويتي ، ( ١٩٨١م ) .

(٢) مقدمات ابن رشد ، دار صادر ، بيروت ، ( ٥٧٠/١ ) ، ( ٥٠٩/٢ ) .

(٣) أحمد محيي الدين أحمد حسن ، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية ، بنك البركة الإسلامي للاستثمار ، البحرين ، الطبعة الأولى ، ( ١٩٨٦م ) ، ( ص ٣٤٣ ، ٣٤٤ ) .

العملات الأجنبية بكافة صورها يصبح ضرورة تبين مدى الحرص على البعد عن شائبة الربا ، من قريب ، أو بعيد .

ويرى ابن عباس ﷺ أن بيع الذهب بالذهب ، والفضة بالفضة ، لا ينطبق عليه التحريم ، إذا لم يحدث التقابض في مجلس العقد ؛ لأنه لم يَرِدْ نص يدل على وجوب التقابض ، ولا يمكن افتراض زيادة أحد العوضين عن الآخر ، أما في بيع الذهب بالفضة فيمكن افتراض زيادة أحدها عن الآخر مقابل التأخير في التسليم .

**٢ - البعد عن القمار :**

يعرف البعض القمار على أنه عقد الصفقات اعتمادًا على الحظ وحده دون أي خبرة سابقة ، أو دراسة تحليلية ؛ وذلك بعكس المضارب الذي تكون لديه خبرة سابقة ، وإلمام واسع بأحوال السوق ، والحسابات الدقيقة ، واحتمالات الرواج والكساد ، بينما يرى البعض الآخر أنه لا فرق بين المقامر والمضارب طالما لم يقصد إلى عملية بيع حقيقية بل البيع الصوري لكسب الفرق بين سعري الشراء والبيع (١) .

وفي حالة المقامرة ، نجد أن اعتبار القصور في العقود ، يجعلها غير صحيحة شرعًا ، فضلًا عن أنها تؤدي إلى حبس الأموال في الأسواق نفسها ، ولا يستفاد بها في تمويل المشروعات كما أن المقامرة في العملات الأجنبية تؤدي إلى رفع الأسعار عن طريق الإشاعات الكاذبة والإعلانات غير الصادقة ، ومن خلال التحكم في الأسواق عندما يتم جمع وحبس كل العملات في جهة معينة محتكرة تجعل العرض من العملات قليلًا بالنسبة للطلب عليها فيؤدي ذلك إلى ارتفاع الأسعار ، كما تؤدي المعاملات الصورية نفس الغرض ، فإذا كان الهدف رفع الأسعار تحدث زيادة في معاملات الشراء الصورية ، وإذا كان الهدف خفض الأسعار تحدث زيادة في معاملات البيع الصورية ، ويمكن أن يترتب على ما سبق إفلاس كثير من العملاء والمشروعات والبنوك مثلما حدث في أزمة أكتوبر ( ١٩٢٩م ) ؛ حيث خسر المتعاملون ثلث مالهم في نهاية ( ١٩٣٢م ) (٢) ، وقد حدث نفس الشيء عندما حدثت أزمة سوق المناخ في الكويت وأزمة الإثنين الأسود في أكتوبر عام ( ١٩٨٧م ) .

---

(١) أحمد محيي الدين أحمد حسن ، عمل شركات الاستثمار الإسلامية ، مرجع سابق ، ( ص ٢٥٣ - ٢٥٧ ) .
(٢) المرجع السابق ، ( ص ٢٦١ ) .

ويجدر الإشارة إلى أن عملية التحاسب على فروق الأسعار ، عندما يتفق الطرفان على المقامرة يعتبر قرينة على عدم قصد البيع والشراء لعدم قصد آثار العقد .

ويقول ابن القيم : « إذا باع ما ليس عنده بقصد الربح ، فيبيعه بسعر ، ويشتريه بأرخص منه ، فإن هذا الذي قدره قد يحصل كما قدره وقد لا يحصل له فيندم ؛ فصار هذا نوعًا من الميسر والقمار ، والمخاطرة مخاطرتان : مخاطرة التجارة : وهو أن يشتري السلعة بقصد أن يبيعها ويربح ويتوكل على اللّه في ذلك ، والخطر الثاني : هو الميسر ، وهو بخلاف التجارة ؛ لأنه قصد أن يربح على هذا مما باعه ما ليس عنده وليست هذه مخاطرة التجارة ، وإنما مخاطرة المستعجل للبيع قبل القدرة على التسليم ، فإذا اشترى التاجر السلعة وصارت عنده ملكًا وقبضًا ؛ فحينئذٍ دخل في خطر التجارة ، وباع بيع التجارة ، كما أحله اللّه » [1] .

ومما سبق يتضح أن المقامرة لا تجوز شرعًا ؛ لأنها تختلف عن التجارة التي تحدث بين البائع والمشتري لسلعة يمتلكها البائع ، وتنتقل ملكيتها إلى المشتري بعد دفع ثمنها بعكس المقامرة التي هي بيع ما ليس عند البائع الذي لا يقدر على تسليم العملات الأجنبية في هذه الحالة والذي يستعجل البيع مقابل الربح المتوقع في المستقبل ، وقد يكسب ، أو يخسر ، شأنه في ذلك شأن الميسر .

**٣ - الأسعار تعكس المتغيرات الاقتصادية :**

ويشترط أن تكون الأسعار المحددة لتبادل العملات الدولية ، معبرة عن المتغيرات الاقتصادية المرتبطة بطلب وعرض هذه العملات ، وليست مرتبطة بالحالة النفسية العامة ، أو توقعات التفاؤل ، أو التشاؤم .

وبعبارة أخرى فإن قوى العرض والطلب ، على العملات الدولية المتداولة في الأسواق العالمية الحرة ، وبعيدًا عن التدخل الحكومي ، هي الأساس في تحديد الأسعار في هذه الأسواق .

---

(١) ابن القيم ، زاد المعاد ، الجزء الثالث ، المطبعة المصرية ، مصر ، ( ١٩٧٢م ) .

**والعوامل المؤثرة على النقد أو العملات الدولية هي [١] :**

- الصادرات ، والواردات ، وما يرتبط بها من طلب المصدّرين ، والمستوردين للعملات لتسهيل حركة التجارة الدولية بين مختلف دول العالم .

- المكون الأجنبي للاستثمارات المحلية ، وما ينشأ عنه من طلب على العقد الأجنبي لشراء المواد الخام ، والآلات ، والتكنولوجيا المتقدمة بالعملات الدولية .

- الوفاء بمستحقات الأجانب ، أو المشروعات غير المقيمة ، والمساهمين الأجانب في شركات محلية ، والمقرضين لأفراد ، أو مشروعات محلية .

- الودائع بالعملات الدولية في الخارج ، رغبة في الحصول على أرباح ، أو فوائد مرتفعة .

- طلبات النقد الأجنبي لأغراض السياحة ، والدراسة ، والمعاملات الأخرى غير المنظورة في الخارج .

- عمليات التحكيم ، والمضاربة الاقتصادية ( Speculation ) .

**أما العوامل المؤثرة على المعروض من العملات الدولية فهي :**

- مبالغ الاستثمارات بالعملة الأجنبية ، التي يتم تحويلها إلى عملة محلية .

- القروض الممنوحة للدولة ( أفراد ، وجهات خاصة ، وحكومية ) بالعملات الأجنبية والتي يتم تحويلها إلى داخل البلاد .

- إيرادات الصادرات غير المنظورة ، التي يترتب عليها دخول موارد بالعملات الدولية إلى البلاد وتسجل في ميزان المدفوعات .

- إيرادات تصدير السلع ، والمواد الأولية ، وإيرادات حقوق الملكية أو المساهمة أو الدائنية بواسطة الأجانب في مشروعات محلية .

- عمليات المضاربة الاقتصادية ، والتحكيم ، وما ينشأ عنها من إيرادات بالعملات الدولية لصالح المتعاملين المحليين .

وفيما عدا ما سبق ، فإن الإسلام لا يعترف به كأساس لتحديد أسعار تداول

---

(١) أحمد محيي الدين أحمد حسن ، مرجع سابق ، ( ص ٣٢٧ ) .

العملات الدولية ؛ إذ إن الإسلام لا يقر الطيرة ( التفاؤل والتشاؤم ) ومن ثم يعدم تأثيرها على تحديد أسعار التداول للعملات الدولية ؛ وذلك لقول الرسول ﷺ : « .... ولا طيرة ..... إلخ » .

ونظرًا لأن العوامل النفسية غير الموضوعية ترتبط إلى حدٍّ كبير بأنشطة المضاربة ، أو المقامرة ، في أسواق العملات الدولية ، فإنه يترتب عليها استمرار اختلال التوازن في الأسواق ؛ حيث يكون هناك عرض غير حقيقي أو طلب صوري أو مصطنع على العملات الدولية ؛ ومن ثم تحقيق مكاسب من جانب المقامرين المحترفين الذين يحاولون دائمًا المحافظة على استمرار عدم التوازن في أسواق العملات الدولية لتحقيق مصالحهم .

وقد ثار جدل بين الفقهاء حول استيفاء الديون بالعملات المختلفة عددًا ، أو قيمة ، وهل يكون ذلك بسعر يوم البيع ابتداءً ، أم بسعر يوم الاستيفاء ؟ فالذين قالوا بالوفاء عددًا ، يرون أن الثمن إذا كان معينًا ، ابتداءً كأن يكون الدينار بعشرة دراهم ، فلا يجب إلا العدد غلا أو رخص ، أما إذا لم يكن الثمن معينًا وكانت أنواع النقود المتبادلة رائجة في الأسواق ولكنها مختلفة في القيمة ، فيكون السداد على أساس القيمة وقت العقد والخيار فيه للدافع ، ولا اعتبار لتغير قيمة النقود المتبادلة في هذه الحالة ؛ لأنها ثمن بأصل الخلقة لا يلحقها الكساد أو الرخص والغلاء [١] .

وقد روى عبد الله البهي عن يسار بن نمير قال : « كان لي على رجل دراهم ، فعرض عليَّ دنانير فقلت : لا آخذها حتى أسأل عمر ، فسألته فقال : ائت بها الصيارفة فاعرضها ، فإذا قامت على سعر ، فإن شئت فخذها ، وإن شئت فخذ مثل دراهمك » .

وقد روي أن الفضة تغيرت قيمتها بعد عصر النبي ﷺ ، ومن بعده ، أما الذين قالوا : بالاستيفاء قيمة في تاريخ التعاقد ، ويوم القبض ، فيستندون إلى رأي أبي يوسف ، وهذا الرأي يتفق مع اعتبار القيمة الجارية الحقيقية ، ولا يتجاهل التغيرات في قيمة النقود الناتجة عن تغيرات المستوى العام للأسعار ؛ ولذلك جعل العلماء الفتوى عليه والقضاء به [٢] .

---

(١) ابن عابدين ، مجموعة رسائل ابن عابدين ، تنبيه الرقود في مسائل النقود ، دار إحياء التراث العربي ، ( ٥٨/٢ ) .

(٢) دكتور أبو بكر الصديق متولي ، د. شوقي إسماعيل شحاته ، اقتصاديات النقود في إطار الفكر الإسلامي ، ( ص ١٣٩ ) ، مكتبة وهبة ، القاهرة ، ( ١٩٨٣م ) .

ولكن ابن عابدين يرى أن رأي أبي يوسف لا ينطبق على الذهب والفضة وإنما ينطبق فقط على الفلوس [١] .

كما أن ابن رشد فرق بين المبادلة الناشئة عن رد دين البيعة بالقيمة ، ولا يلزمه التعويض ، والمبادلة الناشئة عن رد دين القروض بالقيمة ويلزمه التعويض [٢] .

وهكذا نجد أن الشريعة الإسلامية لم تغفل أثر العوامل ، أو المتغيرات الاقتصادية التي تتعلق بالطلب ، والعرض ، والتي لم تتغير من فترة إلى أخرى ، في تحديد أسعار تبادل العملات الدولية ، وليس الحالة النفسية غير الموضوعية التي تعتبر أكثر ارتباطًا بالمقامرة ، أو المجازفة الممنوعة شرعًا .

**٤ - حرية السوق في تحديد أسعار تبادل العملات :**

يجب أن تكون سوق تداول العملات الدولية ، حرة دون أي تدخل من احتكار أو تحكم أو استغلال طرف لطرف آخر أثناء عملية المبادلة ، وذلك باستثناء التدخل المؤقت من جانب السلطات الحكومية لأسباب واعتبارات جوهرية ، على أن تعود السوق حرة مثلما كانت قبل التدخل متى زالت الأسباب أو الاعتبارات الجوهرية .

وقد أوضح بعض الكتاب ، أنه لا يجوز للحكومة أن تقوم بتسعير النقود في الظروف العادية ، استنادًا إلى حديث الرسول ﷺ : « **إن الله هو الخالق القابض الباسط الرازق المسعر ....** » [٣] .

ويعتبر هذا الرأي النقود بمثابة السلع ، التي رفض الرسول ﷺ تسعيرها ، ولكن أصحاب هذا الرأي لا يرون مانعًا من تدخل البنك المركزي الإسلامي في حالة أسعار الصرف الثابتة بائعًا أو مشتريًا لكميات من الذهب أو من احتياطيات النقد الأجنبي من أجل المحافظة على سعر الصرف الرسمي الثابت .

كما أنه في حالة تعويم العملات ، وتركها حرة في الأسواق ، يمكن للبنك المركزي الإسلامي التدخل لمنع استمرار هبوط أسعار الصرف بالنسبة للعملة الوطنية [٤] .

---

(١) أبو داود ، السنن ، كتاب البيوع .

(٢) راجع البيان والتحصيل لابن رشد الجد ، ( ٤٨٧/٦ ) ، إحياء التراث الإسلامي ، قطر ، ( ١٩٨٤ ) .

(٣) صحيح سنن أبي داود ، ( ٦٦٠/٢ ) ، تحقيق الألباني ، المكتب الإسلامي ، ( ١٩٨٩م ) .

(٤) د. محمد نجاة الله صديقي ، المصارف المركزية في إطار العمل الإسلامي ، من بحوث كتاب الإدارة =

وفي إطار حرص الإسلام على حرية السوق منع الاحتكار ، كما منع تلقي الركبان خارج السوق لمنع الظلم أو الخداع والبيع أو الشراء بأقل من سعر السوق ، ويحدثنا التاريخ الإسلامي أن المسلمين في عصور الإسلام الأولى كانت لهم تجارة واردات وصادرات يترتب عليها دخول وخروج العملات المتداولة في ذلك الوقت مثل الدنانير التي كانت تضرب في الدولة البيزنطية ، وتصل إلى الحجاز عن طريق التعامل التجاري مع بلاد الشام ومع الحبشة ، كما كانت الدراهم تضرب في الدولة الساسانية في فارس ، وتصل إلى بلاد الحجاز عن طريق التجارة مع العراق ، أو عن طريق اليمن التي كانت خاضعة للنفوذ الفارسي في أواخر العصر الجاهلي ، وأوائل العصر النبوي ، وقد نشأت حرفة ( الصرافة ) وهي استبدال نقد بنقدٍ آخر ، وعمل بها بعض الصحابة رضوان اللّٰه عليهم ؛ إذ ورد في صحيح البخاري عن البراء بن عازب ، وزيد بن أرقم : ( كنا تاجرَيْن على عهد رسول اللّٰه ﷺ فسألنا رسول اللّٰه ﷺ عن الصرف ، فقال : « **إن كان يدًا بيد فلا بأس ، وإن كان النساء فلا يصح** » وفي صحيح مسلم بعد ذكر نفس القصة : « نهى رسول اللّٰه ﷺ عن بيع الورق بالذهب دينًا .... » [(١)] ، ويستفاد من ذلك أن الصرافة أو الاشتغال باستبدال العملات كانت من الحرف التجارية المعروفة في زمن النبي ﷺ [(٢)] .

ومن الدلائل التي تشير إلى حرص الإسلام على حرية الأسواق أن الرسول ﷺ قال عن سوق المدينة : « **هذا سوقكم فلا ينقص منه أو يضيق ، ولا يؤخذ منه خراج** » [(٣)] .

وقد ذكر السمهودي في كتابه ( وفاء الوفا ) أن الرسول ﷺ منع أن يؤخذ أحد كراء في السوق [(٤)] ، ويعني ذلك حرص الإسلام على إزالة أية معوقات أو أعباء تؤدي إلى ضيق

---

= المالية في الإسلام ، ( ص ٥٧ ) ، مؤسسة آل البيت ، عمان ، ( ١٩٨٩م ) .

(١) صحيح مسلم ، ( ٦٩٣/١ ) .

(٢) عبد العزيز بن إبراهيم العمري ، الحرف والصناعات في الحجاز في عصر الرسول ﷺ ، ( ص ١٦٧ - ١٨٤ ) ، الناشر المؤلف ، ( ١٩٨٥م ) .

(٣) سنن ابن ماجه ، ( ٧٥١/٢ ) ، دار الفكر ، وإسناده ضعيف وذكره الألباني في الضعيف ، راجع صحيح سنن ابن ماجه ، ( ٢١/٢ ) .

(٤) السمهودي ، وفاء الوفا بأخبار دار المصطفى ، تحقيق محمد محيي الدين عبد الحميد ، ( ٧٤٩/٢ ) ، دار إحياء التراث العربي ، بيروت ، ( ١٩٨١م ) .

نطاق السوق ، أو التأثير على حريته في تحديد الأسعار ، وحركة العرض ، والطلب .

وجاء ضمن فتاوى هيئة الفتوى ، والرقابة الشرعية ببنك دبي الإسلامي ، أن الاتجار بالعملة مباح شرعًا ، ولا شيء فيه ، بشرط أن يتم التعامل في حدود العرض ، والطلب ، المعتاد للناس ، وإذا تعدى التعامل هذه الحدود إلى درجة الاحتكار ، والاستغلال ، كان ضارًا للمجتمع ، وأصبح غير جائز شرعًا ، ويجوز لولي الأمر تغيير المباح بما يمنع الضرر عن المسلمين ، ويحقق مصلحتهم عملًا بقاعدة : « لا ضرر ولا ضرار ، ووجب على الأفراد الامتثال لما يحقق مصلحة الجماعة » (١) .

ويستفاد من تلك الفتوى ، أن أصل التعامل في أسواق العملات الدولية ، يقوم على حرية السوق ، وتفاعل قوى العرض ، والطلب ، ودون وجود أية قوى تؤدي إلى تعطيل ميكانيكية عمل السوق ؛ مثل : الاحتكار ، أو الاستغلال فحينئذٍ يجب على ولي الأمر التدخل لمنع الضرر ، وعودة الحرية إلى السوق ، وإتاحة الفرصة لقوى العرض والطلب المعتادة لتحديد أسعار تداول العملات الدولية .

**٥ - حماية القوة الشرائية للعملة الوطنية :**

لم يفت الإسلام أن يعمل على حماية العملات المتداولة في بلاد المسلمين ، في مواجهة العملات الأجنبية المتداولة في أسواق الدولة ؛ إذ نجد أن تحديد القيمة الخارجية للعملة يراعى فيه مكان العقد ، وزمانه ، وتكون القيمة إما بالذهب أو بالعملة الرائجة ( المتداولة ) في البلد الذي التقى فيه البائع ، والمشتري ، وتتحدد على أساس ما تحويه العملة من ذهب ، أو فضة ، وكذلك العملات الأخرى .

يوضح ابن عابدين ما سبق ؛ حيث يقول : لو باع رجل عينًا من رجل بأصفهان ، بكذا من الدنانير ، فلم ينقد الثمن حتى وجد المشتري ببخارى ، يجب عليه الثمن بمعيار أصفهان فيعتبر مكان العقد ، وتظهر ثمرة ذلك إذا كانت مالية ( قيمة ) الدينار مختلفة في البلدين ، وتوافقا على أخذ قيمة الدينار لفقده أو كساده في البلدة الأخرى (٢) ، ومعنى ما سبق أن الوفاء بالدين بعملة مختلفة عن عملة الاقتراض يكون على أساس

---

(١) مجلة الاقتصاد الإسلامي الصادرة عن بنك دبي الإسلامي ، العدد ( ١٠٤ ) ، ( ص ٣٥٠ ، ٣٥٣ ) ، رجب ( ١٤١٠هـ ) ، الموافق فبراير ( ١٩٩٠م ) .

(٢) ابن عابدين ، مرجع سابق ، ( ٣٥/٤ - ٣٨ ) .

ما تحويه كل عملة من معدن ، وعلى أساس قيمة عملة مكان التعاقد وزمانه ، وهو ما يؤدي إلى المحافظة على القوة الشرائية للعملة الإسلامية في مواجهة العملات الأخرى عن طريق ربط قيمتها بما تحويه من معدن .

وقد أوضح ابن قيم الجوزية ﷺ أن النقود لا تكون ثابتة القيمة ، إلا إذا كانت مصنوعة من الذهب ، أو الفضة ؛ لأن المعيار الذي يعرف به تقويم الأموال ، يجب أن يكون محدودًا مضبوطًا ، لا يرتفع ، ولا ينخفض ؛ إذ لو كان الثمن يرتفع وينخفض كالسلع لم يكن لنا ثمن نعتبر به المبيعات بل الجميع سلع وحاجة الناس إلى ثمن يعتبرون به المبيعات حاجة ضرورية عامة ؛ وذلك لا يمكن إلا بسعر تعرف به القيمة ؛ وذلك لا يكون إلا بثمن تقوم به الأشياء ويستمر على حالة واحدة ، ولا يقوم هو بغيره ؛ إذ يصير سلعة يرتفع وينخفض فتفسد معاملات الناس ، ويقع الخلف ويشتد الضرر كما رأيت من فساد معاملاتهم والضرر اللاحق بهم حين اتخذت الفلوس سلعة تعد للربح فعمّ الضرر وحصل الظلم ، ولو جعلت ثمنًا واحدًا لا يزاد ولا ينقص بل تقوم به الأشياء ولا تقوم هي بغيرها لصالح أمر الناس (١) .

ومما سبق يتضح حرص فقهاء المسلمين على تحقيق صفة الثبات والاستقرار لقيمة العملات الإسلامية حتى لا يقع الضرر ويحصل الظلم وتفسد المعاملات .

ويوضح الباحثون المعاصرون أن البنك المركزي في الدولة الإسلامية يجب أن يلعب دورًا في حماية العملات الإسلامية من التغيرات التي يمكن أن تؤدي إلى تدهور القوة الشرائية للنقود ، سواء عن طريق الدخول بائعًا أو مشتريًا لكميات من الذهب أو من احتياطيات النقد الأجنبي لاستعادة التوازن بين العرض والطلب على العملة الوطنية ، أو عن طريق التدخل الإداري المباشر لحماية العملة الوطنية من أية مؤثرات خارجية والعمل على منع أية اتجاهات نزولية في أسعار العملات الإسلامية في مواجهة العملات الدولية (٢) .

وقد أوضح السيد محمد باقر الصدر أنه : في حالة الأوراق النائبة عن الذهب ، فإن الشرط الوحيد المعتبر فيها ، هو ألا تزيد ، ولا تنقص ، كمية الذهب التي تمثلها الورقة

---

(١) ابن قيم الجوزية ، إعلام الموقعين عن رب العالمين ، دار الجيل ، ( ١٥٦/٢ ) .

(٢) د. محمد نجاة الله صديقي ، مرجع سابق ، ( ص ٥٧ ) .

المباعة عن كمية الذهب التي تمثلها الورقة المشتراة .. وأوضح كذلك ، أنه لا يجوز مواكبة أسعار الصرف لهذه الأوراق التي تتغير صعودًا وهبوطًا ؛ نتيجة لعوامل عديدة ، وتتولد عن ذلك صعوبات كثيرة [١] .

ولا شك أن مضمون ما سبق ، هو التأكيد على استقرار القوة الشرائية للعملات المتبادلة عن طريق المساواة بين كمية الذهب التي تمثلها الورقة ، أو العملة الورقية المشتراة ، وكمية الذهب التي تمثلها العملة الورقية المباعة ، وعدم الاستجابة لتغيرات الصعود ، أو الهبوط في أسعار الصرف الناتجة عن أسباب متعددة ؛ وذلك في حالة النقود غير المغطاة بالذهب ، أما في حالة النقود الورقية التي تتعهد الجهات المصدرة لها بصرف قيمتها ذهبًا عند الطلب فإن كان التعهد بدفع القيمة بالذهب مجرد التزام مستقل يعطي الورقة ثقة وقيمة مالية فكأنه سند على قيمة السلع والخدمات المتداولة ذهبًا في ذمة البنك المركزي أو الحكومة التي تصبح مدينة بقيمة الورقة ذهبًا ، وعندما يشتري حائز الورقة شيئًا بها فكأنه يستخدم الدين في الشراء ، ويجب في هذه الحالة أن يتساوى العوضان دون زيادة ؛ أي أنه لا يمكن شراء كمية من أوراق النقود ، التي تمثل كمية معينة من الذهب في ذمة البنك المركزي ، أو الحكومة بأوراق نقدية أخرى ( عملات أخرى مختلفة عنها ) تمثل كمية أكبر أو أقل من الذهب ، أي أنه لا يسمح بتغيرات أسعار الصرف لهذه العملات الورقية صعودًا أو هبوطًا [٢] ، ويوضح السيد محمد باقر الصدر ، أنه في حالة افتراض أن التعهد بالدفع بالذهب يعني وجود دَيْن في ذمة الحكومة ، أو البنك المركزي المصدر للنقود ، وتكون الورقة النقدية مجرد سند على وجود الدَّيْن ، وليس لها قيمة أصلية ، وفي هذه الحالة لا يكون التعامل بالأوراق النقدية تعاملًا بالذهب ، ولا يطبق عليها أحكام التعامل بالذهب أو التساوي بين الثمن والمثمن في عمليات الصرف [٣] .

ولما كان التعامل في العملات الدولية في الوقت الحاضر لا يكون بدينار ذهبي ولا بدرهم فضي ، وحلت الأوراق النقدية محل الأصل في التعامل فيجب الالتزام بأحكام الأصل وألا يكون ذلك تعطيلًا لحكم اللّٰه وشريعته ؛ ومن ثم يجب اعتبار الثمنية

---

(١) السيد محمد باقر الصدر ، البنك اللاربوي في الإسلام ، ( ص ١٤٩ ) ، دار التعارف للمطبوعات ، بيروت ، ( ط٢ ) ، ( ١٩٨٣م ) .

(٢) المرجع السابق ، ( ص ١٥١ ) .

(٣) المرجع السابق ، ( ص ١٥٢ ) .

في تبادل العملات الدولية ، وهذا هو السر في اتفاق العلماء المعاصرين على ما اختلف فيه العلماء القدامى [١] .

ولا شك أن إصرار الفقهاء على إلحاق النقود الورقية المعاصرة على الأصل يعتبر تأكيدًا منهم للحرص على ثبات القوة الشرائية للنقود ثباتًا يماثل الثبات الكامن في الذهب مهما تغيرت القيم الجارية للعملات صعودًا أو هبوطًا .

**ج - الراي الشرعي في التعامل في أسواق العملات الدولية ، وأهم صوره التطبيقية :**

**١ - هل العملة الأجنبية سلعة في غير بلدها ؟**

لا يتفق معظم الفقهاء على اعتبار العملة الأجنبية سلعة تباع ، أو تشترى ، في غير بلدها حيث أجازت الشريعة الإسلامية بيع أحد النقدين بالآخر كبيع الدنانير الذهبية بالدراهم الفضية ، ومثل : بيع الجنيهات المصرية بالدولارات الأمريكية ؛ لأن مثل هذا البيع يعتبر غرضًا صحيحًا يقره العقلاء ويتفق مع ضرورات الحياة ؛ إذ قد يضطر المرء إلى شراء أشياء من دولة معينة تتعامل بالدولارات مثلًا بينما لا يوجد لديه سوى الجنيهات المصرية أو الدراهم الخليجية ، وفي هذه الحالة لا بد من قيامه بشراء الدولارات الأمريكية مقابل العملات التي توجد في حوزته ويمكنه شراء ما يحتاج إليه ، أو دفع ما عليه من التزامات [٢] .

ولا يمكن اعتبار النقود سلعة داخل بلدها ؛ بل مجرد وسيلة للتبادل ، ومعيار للقيم ، وقد ذكر علماء المسلمين كالإمام الغزالي والإمام ابن قيم الجوزية وغيرهم أن النقود بخلقتها معيار للسلع والخدمات بها تقوم السلع والخدمات ولا يقوم هو بها ، ولا يعقل أن نشتري النقد بذاته ؛ لأنه عمل لا يقره العقلاء لعدم الفائدة منه شأنه في ذلك شأن وضع النقود على الأرض ، ثم أخذها بعينها حتى وإن كانت إحدى العملات جيدة والأخرى رديئة ؛ لأن المشرع ساوى بين الجيد والرديء في النقود باعتبارها غير مطلوبة لذاتها وإنما كوسيلة للتبادل ومعيار للقيم [٣] .

---

(١) د. علي السالوس ، النقود واستبدال العملات ، ( ص ١٠٤ ، ١٠٥ ) مكتبة الفلاح ، الكويت ، الطبعة الأولى ، ( ١٩٨٥م ) .

(٢) د. عدنان خالد التركي ، السياسة النقدية والمصرفية في الإسلام ، ( ص ٢٠٥ ) مؤسسة الرسالة ، الأردن ، ( ١٩٨٨م ) .

(٣) ابن قيم الجوزية ، إعلام الموقعين عن رب العالمين ، مرجع سابق ، ( ١٥٦/٢ ) ؛ والإمام أبي حامد=

وقد ذكر ابن القيم الجوزية أن المحتسب يجب أن يمنع جعل النقود متجرًا فإنه بذلك يدخل على الناس من الفساد ما لا يعلمه إلا الله ؛ بل الواجب أن تكون النقود رؤوس أموال يتجر بها ولا يتجر فيها [١] .

ولكي لا ينحرف التعامل في العملات الأجنبية عن جوهر الشريعة الإسلامية ، فإن تبادل العملات في الإسلام يستند إلى الوزن المحدد بالذهب للعملة ، ويكون التبادل على أساس قيمة كل عملة بالذهب ، فإذا كان الدولار يحدد له وزن أربعة جرامات ذهب والجنيه المصري يحدد له جرامين فقط وزنًا من الذهب ، فإن التبادل بين الدولار الأمريكي والجنيه المصري يحدث على أساس نسبة ( ٤ : ٢ ) أو ( ٢ : ١ ) مثلًا ، ويطلق عليه سعر التعادل .

وعندما كان العالم يطبق قاعدة الصرف بالذهب ، كان ارتفاع أو انخفاض قيمة العملة مقابل العملات الأخرى عن سعر التعادل ، يترتب عليه دخول وخروج الذهب لسداد المدفوعات ، أو تحصيل قيمة الصادرات ، ويترتب على ذلك تغيرات في الطلب على العملات في أسواق النقد العالمية حتى يعود سعر التعادل مرة أخرى بين العملتين ، وهكذا .

ويجدر الإشارة إلى أن تبادل العملات على أساس نسبة ما تحويه كل منها من الذهب ، يؤدي إلى انخفاض عمليات المضاربة بالذهب في ظل ثبات أسعار النقود ، وامتناع الناس عن تخزين الذهب ، وعدم المضاربة بالعملات .

وعندما خرج العالم الإسلامي عن قاعدة الذهب ، حدثت الأزمات ، والمشاكل النقدية ، والاقتصادية ، مثال ذلك : ما حدث في مصر أيام الحاكم بأمر الله عام ( ٣٩٩م ) ؛ حيث أصبح الدينار مساويًا لأربعة وثلاثين درهمًا وانخفضت أسعار السلع واضطربت أمور الناس مما جعل السلطات الاقتصادية تطرح دراهم جديدة وزعت على الصيارف لمنع التعامل بالدراهم القديمة ، وقد بلغ عدد صناديق الدراهم عشرين صندوقًا جاءت من قصر الحاكم في ذلك العام [٢] .

---

=الغزالي ، إحياء علوم الدين ، دار القلم ، بيروت ، ( ٨٦/٤ ) .

(١) ابن قيم الجوزية ، الطرق الحكمية ، مطبعة دار الفكر ، بيروت ، ( ص ٢٨١ ) .

(٢) المقريزي ، شذور العقود ، ( ص ٥٩ ) وما بعدها .

وإذا كان الهدف من عملية الصرف ، تسهيل التبادل بين الناس ، كان مباحًا شرعًا ، أما إذا كانت المتاجرة بهدف تحقيق الأرباح ، تعبيرًا عن قوى العرض والطلب ، الحقيقية للاستفادة من فروق أسعار العملات ، فهي عملية محظورة شرعًا .

وقد جاء في فتوى هيئة كبار العلماء في المملكة العربية السعودية ، أن الورق النقدي يعتبر نقدًا قائمًا بذاته ؛ كقيام النقدية في الذهب والفضة وغيرها من الأثمان ، وأنه أجناس تتعدد بتعدد جهات الإصدار ، بمعنى أن الورق النقدي السعودي جنس وأن الورق الأمريكي جنس ، وهكذا كل عملة ورقية جنس مستقل بذاته ، وأنه يترتب على ذلك جواز بيع بعضه ببعض من غير جنسه مطلقًا ، إذا كان ذلك يدًا بيد فيجوز بيع الليرة السورية أو اللبنانية بريال سعودي ورقًا كان أو فضة أو أقل من ذلك ، أو أكثر ، وبيع الدولار الأمريكي بثلاثة ريالات سعودية أو أقل أو أكثر إذا كان ذلك يدًا بيد (١) .

ويعتبر بعض الفقهاء أن الشيكات الحالة تكون بمثابة أو بمنزلة التقابض في المجلس ؛ لأنه يساوي ورق النقد تمامًا من حيث التداول ، وأنه يجري تداولها بين الناس كالنقود تظهيرًا ، أو تحويلًا ، وأنها محمية في قوانين جميع الدول ، أي أن الشيك وسيلة وفاء وليس ضمان وأنه يساوي ورق النقد من حيث التداول (٢) .

**٢ - تسوية المدفوعات ، وأرصدة المديونية ، والدائنية في حالة تغير قيمة إحدى العملات الدولية المستخدمة كوسيلة للتبادل أو إجراء المعاملات من وجهة نظر الشريعة الإسلامية :**

عالج الفقهاء هذه المسألة تحت عنوان : « غلاء ورخص النقود » واتفق معظم الفقهاء على حساب الدائنية والمديونية وإجراء التسوية على أساس سعر الصرف المحدد وقت توقيع عقد البيع أو إجراء المعاملات ؛ إذ يرى الحنفية أنه إذا غلت القيمة أو رخصت ؛ فالبيع على حالة ولا تخير المشتري ويطلب بالنقد بذلك العيار الذي كان وقت البيع ، وقال ابن عابدين : عليه القيمة من الدراهم يوم البيع والقبض (٣) .

ويرى البعض أن حكم الورق إن اعتبرناه حوالة على مصدره لا يصح ؛ لأن مصدره

(١) د. علي السالوس ، مرجع سابق ، ( ص ٩٢ - ٩٥ ) .
(٢) المرجع السابق ، ( ص ٩٦ ) .
(٣) ابن عابدين ، مرجع سابق ، الجزء السابق ، ( ص ٥٨ ) .

يقبل بتسديد قيمته كسائر الحوالات ؛ فالأشبه حينئذٍ - والله أعلم - أن نعتبره كالفلوس الرائجة من حيث بيعه واستقراضه والبيع به فإذا استقرض منه أو باع به ولم يدفعه حتى غلا أو رخص أو كسد أو انقطع وجوده من الأسواق يلزمه حينئذٍ قياسًا على الفلوس قيمته يوم القرض أو البيع (١) .

ومما سبق ، نرى أن الفقهاء على الفتوى بأن تحدث التسويات ، وتعديل أرصدة المديونية ، والدائنية على أساس سعر الصرف السائد وقت البيع أو إجراء المعاملات أو يوم القرض .

وجاء في حاشية ابن عابدين : أن القدوري ذكر في شرحه ، أنه إذا استقرض دراهم بخارية والتقيا ( المدين والدائن ) في بلدة لا يقدر فيها على الدراهم البخارية ، فإن كان النقد البخاري ينفق أو يروج في ذلك البلد فإن شاء صاحب الحق أجله قدر المسافة ذاهبًا وجائيًا .

وإن كان لا ينفق فيها ، وجبت القيمة والدراهم البخارية ؛ فلذا أوجب القيمة (٢) .

ويعني ذلك إمكانية حصول الدائن على حقه بالعملات الأخرى على أساس سعر تعادل العملة البخارية بالعملات الأخرى أو على أساس ما تحويه من معدن ، وأضاف ابن عابدين : أنه إذا كان الرجل قد ابتاع عينًا من رجل بأصفهان ولم ينقد الثمن حتى وجد البائع المشتري في بخارى فيجب على المدين الثمن بعيار أصفهان ( مكان البيع ) أي : أن الاعتبار لمكان العقد وزمانه (٣) .

وينادي بعض الفقهاء بأن تسوية المدفوعات في حالة تغير قيمة النقود تكون على أساس ما وقع عليه العقد عددًا ؛ حيث ذكر أحدهم أنه لو غلت قيمة النقود أو زادت أو نقصت قيمتها فإن البيع يكون على حاله ولا يتخير المشتري وعليه رد مثل ما وقع عليه العقد في الفلوس (٤) .

---

(١) د. رفيق المصري ، الإسلام والنقود ، ( ص ٩٣ ) مؤسسة الرسالة ، بيروت ، ( ١٩٧٧م ) .

(٢) ابن عابدين ، مرجع سابق ، ( ٣٥/٤ ) وما بعدها .

(٣) المرجع السابق ، ( ص ٣٦ ) .

(٤) عبد الرحمن بن محمد بن سليمان ، مجمع الأنهر ملتقى الأبحر ، ( ٢٠٥/١ ) والمطبعة العثمانية ، ( ١٢٧٠هـ ) .

ولا ينظر إلى القيمة بعد تغير قيمة النقود عند استيفاء الديون ؛ لأن الديون تقضى بأمثالها ، ويتبنى البعض الآخر وجهة نظر أخرى ، ترى أن الاستيفاء يكون في تاريخ التعاقد ، ولكن على أساس قيمة الفلوس ، وليس عددها ، وهو رأي أبي يوسف الذي يرى سداد القيمة على أساس قيمة الفلوس عند عقد البيع أو يوم القبض في حالة القروض ، والفتوى عند معظم العلماء على هذا الرأي والقضاء به ، ويتميز هذا الرأي على الآراء الأخرى ؛ لأنه يأخذ تغير قيمة النقود في الحسبان والتعامل على أساس القيمة الجارية الحقيقية في حالة تغير المستوى العام للأسعار المحلية [١] ، وقد أوضح البعض أن تقدير قيمة الدينار الشرعي عند حساب نصاب الزكاة يتغير كل سنة تبعًا لتغير القوة الشرائية للنقود ورخص النقود الورقية ؛ وذلك على أساس تعديل قيمة الذهب الذي يساويه الدينار الشرعي ومعرفة قيمته بالعملة المحلية ، ولا تزال النسبة بين الدينار الشرعي والدرهم الشرعي كما هي من صدر الإسلام ، وهي : ( ١ : ١٠٠ ) .

كما أن تقدير الدينار الشرعي بالعملات المختلفة الحالية يحدث عن طريق سعر تعادلها بالذهب أو محتوى الوحدة النقدية الحسابية مع وزن الدينار الشرعي بضرب ( ٤,٤٥٧١٤ ) ( وزن الدينار الشرعي بالذهب ) في سعر الجرام من الذهب بعملة ذلك البلد [٢] ، ويعني ذلك : حرص التطبيق الإسلامي على حماية قيمة النقود من التآكل بسبب ارتفاع الأسعار أو التضخم ، وعدم تحقيق خسارة للمدين أو مكاسب للدائن بدون وجه حق ، وقد فطنت العديد من الدول في الوقت الحاضر إلى أهمية ذلك فاشترطوا في الاتفاقيات الدولية للحصول على القروض أو تسوية الأرصدة المدينة أو الدائنة شرطًا يطلق عليه ( شرط ضمان الذهب ) عندما كان العالم يسير على قاعدة الذهب واستمر العمل بهذا الشرط إلى اليوم ، ومضمون هذا الشرط : هو تعديل أرصدة المديونية والدائنية في حالة تغير القيمة الجارية لعملة السداد أو المدفوعات لإعادتها إلى ما كانت عليه وقت توقيع الاتفاق على التجارة أو على القروض لكي لا يستفيد طرف أو يخسر طرف آخر .

---

( ١ ) د. أبو بكر الصديق عمر متولي ، د. شوقي إسماعيل شحاته ، مرجع سابق ، ( ص ١٣٩ ) .

( ٢ ) د. شوقي إسماعيل شحاته ، محاسبة زكاة المال علمًا وعملاً ، ( ص ١٩٦ ) وما بعدها ، مكتبة الأنجلو المصرية ، القاهرة ، ( ١٩٧٠م ) .

ولم تكن نشأة حقوق السحب الخاصة ، أو الوحدة الحسابية للنقد في أوروبا ، إلا فكرة تهدف إلى المحافظة على استقرار قيمة أساس تسوية المدفوعات الدولية ، والإقليمية ، والثنائية ؛ إذ تحدد قيمة مثل هذه الوحدات الحسابية على أساس قيمة عملات عدة دول ( عملات خمس دول في حالة حقوق السحب الخاصة ، وعملات الدول الأعضاء في الجماعة الاقتصادية الأوروبية بالنسبة لوحدة النقد الأوروبية ( الأيكو ) ، وذلك بالإضافة إلى سعي الدول العربية إلى استخدام الدينار الحسابي لتسوية المدفوعات ، وحسابات صندوق النقد العربي ، كما تتجه دول الخليج العربي إلى استخدام الدينار الخليجي الحسابي كأساس لتسوية المدفوعات المتعلقة بدول مجلس التعاون الخليجي الذي أنشئ عام ( ١٩٨١م ) ، ويضم دول الخليج والجزيرة العربية بهدف التكامل والتعاون الاقتصادي ، ويتم تحديد وزن بالذهب لكل وحدة نقد حسابية تتكون من سلة عملات ضمانًا للمزيد من استقرار القيمة وحماية الوحدة الحسابية من التأثر بارتفاع الأسعار وانخفاض القوة الشرائية للنقود في المستقبل ؛ ولذلك نجد أن بعض الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي اتجهت إلى تحديد سعر تعادل لعملاتها بوحدات حقوق السحب الخاصة بدلًا من الذهب أو الدولار الأمريكي ، كما اتجهت بعض البنوك والشركات في بعض الدول إلى تسوية حساباتها بوحدات حقوق السحب الخاصة باعتبارها أكثر ثباتًا في القوة الشرائية من العملات القابلة للتحويل ، وهكذا نجد أن الإسلام له فضل السبق في الاهتمام بحماية حقوق الدائنين والتزامات المدينين من التغير تبعًا لتغير عملة السداد ، وما يترتب على ذلك من استفادة أحد الأطراف وخسارة الطرف الآخر دون وجه حق .

**٣ - اجتهادات الفقهاء المحدثين حول المقامرة ( المضاربة الاقتصادية ) في أسواق العملة :**

حرص الإسلام على حماية العملة الإسلامية من خطر التقلبات التي تؤدي إلى ارتفاع ، أو انخفاض ، مفاجئ ، أو مصطنع ، أو نتيجة ظروف احتكارية ؛ فقد حرص كذلك على عدم اتخاذ النقود متجرًا لتحقيق الأرباح عن طريق الشراء وقت الانخفاض والبيع وقت الغلاء لما يترتب على ذلك من انهيار لأسواق العملات ، ومضار اقتصادية متعددة . ولقد اتفق الفقهاء على أساس أن تكون النقود وسيلة للتبادل ، ومقياسًا للقيم في بلدها ، وعدم اتخاذها مجالًا للتجارة مثل : العروض ( السلع والخدمات ) ؛ لأن ذلك يؤدي إلى

اختلالات متعددة ، وتتابع للدورات الاقتصادية غير المرغوبة ، والناتجة عن تغيرات مصطنعة ، أو غير حقيقية للعرض والطلب في أسواق العملات الدولية .

وقد عرَّفت موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية المضاربات بأنها : الشراء أو البيع في الحاضر بأمل البيع أو الشراء في المستقبل عندما تتغير الأسعار (١) .

ويستفاد من ذلك أن المضاربة إنما تكون بغرض تحقيق الأرباح ، ولما كانت النقود أداة للتبادل ومقياسًا للقيم ، فقد استقر رأي الفقهاء المحدثين على عدم اعتبارها مقصدًا للتجارة وتحقيق الأرباح خاصةً وأن التجارب العملية أوضحت أن هذا النوع من المضاربة عادة ما يرتبط به الاحتكار للعملات وانتظار التوقيت الذي عنده يتحقق الارتفاع وفقًا لإرادة المضاربين .

ويفرق البعض بين المقامرة ، والمضاربة الاقتصادية ، على أساس أن المضارب لديه إلمام واسع بأحوال السوق ، والسلع ، والصكوك ، والعملات المتداولة ، ويقوم بإجراء حسابات دقيقة لاحتمالات الرواج أو توقعات الكساد سواء بنفسه أو بواسطة خبراء مختصين ، أما المقامر فهو الذي يعتمد على الحظ وحده دون أي خبرة أو إجراء دراسة تحليلية ، غير أن ذلك في رأي البعض الآخر لا ينفي حقيقة أن المعاملات تكون صورية ولا يقصد بها البيع الحقيقي وإنما التحلل من تنفيذ الصفقة بإجراء المقاصة بين فروق الأسعار وهو نفس الرأي الذي رآه بعض الاقتصاديين عندما قسموا المضاربين إلى مضاربين هواة ومضاربين محترفين ، أي أنهم جميعًا مقامرون (٢) .

وقد نبَّه بعض الفقهاء إلى أن اعتبار القصود في العقود يجعل المضاربة غير صحيحة شرعًا ؛ حيث لا يوجد في المضاربة استلام ولا تسليم ، وتنحصر العملية في قبض أو دفع الفرق بين سعري الشراء والبيع ، ولا ينعقد البيع إلا بتوافر نية البيع ونية الشراء ، وهي متعلقة بالقلب والإرادة وقصد معاوضة مال بمال ، وحدوث الآثار المترتبة على البيع والشراء وهي التمليك والتملك .

وفي المضاربة يدل التحاسب على فروق الأسعار على عدم قصد البيع والشراء ،

(١) د. عبد العزيز فهمي هيكل ، موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية ، دار النهضة العربية للطباعة والنشر ، بيروت ، لبنان ( بدون تاريخ ) ، ( ص ٧٧٣ ) .

(٢) د. مقبل جميعي ، الأسواق والبورصات ، بدون ناشر ، الإسكندرية ، ( ص ١٢٤ ، ١٢٥ ) .

وعدم قصد آثار العقد ، وهي : تمليك الثمن ، وتملك المبيع ، وهو ما يجعل عقد المضاربة غير صحيح ؛ لأن الغاية إذا اتضحت إماراتها وشواهدها تفسد التصرف متى ثبت أن الغاية غير مشروعة ؛ وذلك لقول الشاطبي : « كل من ابتغى في تكاليف الشريعة غير ما شرعت له فقد ناقض الشريعة ، وكل من ناقضها فعمله في المناقضة باطل » (١) .

وقد استند الفقهاء المحدثون في تحريم المضاربة شرعًا ، إلى ما ذكره ابن القيم في زاد المعاد حيث يقول : « إذا باع ما ليس عنده يقصد الربح ، فيبيعه بسعر ويشتريه بأرخص منه ، فإن هذا الذي قدره قد يحصل كما قدره وقد لا يحصل له فيندم ، فصار هذا من نوع الميسر والقمار ، والمخاطرة مخاطرتان : مخاطرة التجارة : وهو أن يشتري السلعة بقصد أن يبيعها ويربح ويتوكل على اللّه في ذلك ، والخطر الثاني : هو الميسر وهو بخلاف التجارة ؛ لأنه قصد أن يربح على هذا مما باعه ما ليس عنده ، وليست هذه مخاطرة التجارة ، وإنما مخاطرة المستعجل للبيع قبل القدرة على التسليم ، فإذا اشترى التاجر السلعة وصارت عنده ملكًا وقبضًا ، فحينئذٍ دخل في خطر التجارة وباع بيع التجارة كما أحله اللّه » (٢) ، ويعني ذلك أن المضاربة لم تستوفِ أركان عقد البيع ، والقصد منها تحقيق الأرباح من بيع ما ليس موجودًا لدى البائع وغير القادر على التسليم ، وقد جاء في إحدى الفتاوى الشرعية لبيت التمويل الكويتي ، الجزء الثاني ، فتوى رقم ( ٨٤ ) سؤال نصه ما يلي (٣) :

إذا حضر عميل إلى بيت التمويل راغبًا في أن يتعامل معه بطريق المرابحة ، يقوم بيت التمويل بشراء البضاعة من البائع في الخارج ، وبعد تملكها يبيعها له ، ويطلب هذا العميل من بيت التمويل أن يشتري العملة الأجنبية منه حينما يسدد بيت التمويل قيمة البضاعة للبائع ؛ وذلك حين يكون سعر العملة الأجنبية لديه مناسبًا لبيت التمويل ولو قُورن بأسعار السوق في حينه ، فهل يجوز لبيت التمويل أن يقوم بمثل هذا العمل من الناحية الشرعية ؟

---

(١) الشاطبي ، الموافقات ، ( ٣٣٣/٢ ) .

(٢) ابن القيم ، زاد المعاد ، المطبعة المصرية ، ( ١٩٧٢م ) ، الطبعة الثانية ، ( ٢٦٣/٣ - ٢٦٦ ) .

(٣) دليل الفتاوى الشرعية في الأعمال المصرفية ، مركز الاقتصاد الإسلامي ، المصرف الإسلامي الدولي للاستثمار والتنمية ( ص ١٢٢ ، ١٢٣ ) ، إدارة البحوث ، سلسلة نحو وعي اقتصادي إسلامي ، القاهرة ، ( ١٩٨٩م ) .

الفتوى : « إذا كان عقد بيع البضاعة منفصلًا عن عقد شراء العملة من العميل والعقدان منفصلان تمام الانفصال فلا مانع شرعًا من ذلك » .

ومما سبق يتضح لنا جواز الاتفاق على سعر العملة الأجنبية بين البائع والمشتري ، وإن اختلف عن سعر السوق لهذه العملة في تاريخ معين إذا كان العقد منفصلًا عن التعاقد على البضائع ، أي أنه يجوز شراء العملة بسعر معين في تاريخ معين ثم إعادة بيعها بعد ذلك بسعر مختلف عندما يكون في مصلحة بيت التمويل ، وبعبارة أخرى فإن الفتوى تكيف الحالة على أنها مرابحة في العملات الأجنبية ، وأنها جائزة شرعًا بشرط أن تكون مرابحة البضاعة منفصلة عن مرابحة العملات الأجنبية مع القبض الفوري عند بيع النقد بالنقد ، وليس الوعد بشراء العملة كما جاء في فتوى أخرى لهيئة الرقابة الشرعية لبيت التمويل الكويتي برقم ( ٩٦ ) ، بيد أن فتوى أخرى من فتاوى ندوة البركة الأولى المنعقدة بالمدينة المنورة في ( ١٤٠٣هـ ) أوضحت : أن المواعدة بشراء العملات المختلفة الجنس بسعر يوم الاتفاق ( يوم المواعدة ) إذا كانت غير ملزمة ، فإنها تكون جائزة شرعًا بعكس ما إذا كانت ملزمة ؛ حيث تدخل في هذه الحالة في عموم النهي عن بيع الكالئ بالكالئ ( بيع الدَّين بالدَّين ) ، وتكون غير جائزة شرعًا .

**فتوى المستشار الشرعي للبنك الإسلامي الأردني (١) :**

ورد السؤال التالي إلى فضيلة المستشار الشرعي للبنك الإسلامي الأردني ونصه : « يرجى سماحتكم التكرم ببيان رأيكم الشرعي حول جواز بيع البضاعة مرابحة للآمر بالشراء ، والتي يتفق البنك مع البائع على دفع ثمنها مؤجلًا بالدولار أو الإسترليني ، وقد علم الراغب في الشراء بذلك ، وأن البنك يريد أن يتفق مع الآمر بالشراء على تحديد الثمن لقيمة العملات الأجنبية ( قيمة المستندات ) بتاريخ وصول المستندات للبنك ، وزيادة الربح المتفق عليه » .

**الفتوى** : أن بيع المرابحة يشترط في صحته أن يعلم البائع والمشتري - حين العقد - برأس المال ، والثمن والربح ، وأن يعلم كل منهما بالكلفة المترتبة على ذلك إن وجدت ، وبما أن الحالة المسؤول عنها لا يعلم البائع - البنك - الثمن الحقيقي تحديدًا ، كما

---

(١) المرجع السابق ، ( ص ١٢١ ، ١٢٢ ) .

لا يعلم كل منهما مقدار المرابحة تحديدًا أيضًا ، ولا مقدار الكلفة التي تصيب البضاعة ، وهذا كله فيه جهالة تفسد العقد ، ويجعله عرضة للخلاف والنزاع ؛ بسبب صعود قيمة العملة الأجنبية أو هبوطها ؛ ولذلك فإن العقد على ذلك الوجه الوارد في كتاب السؤال غير صحيح شرعًا ، ولا يغير من ذلك الوضع علم الآمر بالشراء بأن الثمن مؤجل ؛ لأنه غير محدد » .

ويستفاد من مضمون السؤال والفتوى عدم مشروعية التعامل بصيغة المضاربة الاقتصادية ( المقامرة ) في العملات الأجنبية طالما أن هناك جهالة تفسد العقد ، وتجعله عرضة للخلافات والمنازعات خاصةً وأن صعود وهبوط العملات الأجنبية في الأسواق يؤدي إلى تحقيق مكاسب لبعض الأطراف على حساب البعض الآخر ، وهو ما تشير إليه الفتوى بعدم العلم بمقدار الكلفة لأطراف التعامل .

وفي دراسة حديثة في هذا الموضوع ، أوضح بعض الفقهاء أن المضاربة الاقتصادية لا تخرج عن كونها قمار تحرمه الشريعة الإسلامية شأنها في ذلك شأن تحريم الرهان أو المقامرة على فوز حصان في سباق الخيل ، وأن تحريم الشريعة الإسلامية لها لا تخرج عن كونه حرص منها على تحقيق الكمال للأسواق لمنع أي شكل من أشكال الاحتكار أو الاستغلال أو المخاطرة غير المحسوبة ، والحرص على تحقيق أسعار عادلة للعملات الأجنبية مقابل العملة المحلية ولا تتحقق الأسعار العادلة ما لم يتم تحرير قوى العرض والطلب في الأسواق ، ونظرًا لحرص الإسلام على كمال الأسواق فقد فرض العديد من القيود على المضاربة الاقتصادية لضمان وجود المعلومات الكافية عن الأسواق ولتحقيق الاستقرار لها ، ومن أجل ضمان المعلومة التامة عن الأسواق فقد حرم الإسلام عقود ( تلاقي الجلب ) ، والتي يقوم فيها التجار باعتراض التجارة قبل وصولها إلى البلاد وشراء الكميات وإخفائها عن المستهلكين ، وعدم طرحها في الأسواق ، وبيعها بأسعار ترتفع عن أسعار العرض والطلب التي يمكن أن تتحقق إذا ما طرحت هذه الكميات في الأسواق [١] . ولا يخفى ما ينطوي عليه ذلك من استغلال من جانب التجار للمواطنين وتحقيق أرباح طائلة على حساب أفراد المجتمع ، دون وجه حق ، كما أوضح الفقهاء أن الإسلام حرص على استقرار قيمة أسعار العملات في الأسواق لمنع التقلبات العنيفة

---

( ١ ) Hussein E.Kotby, op. cit, pp 21 - 94.

والمفاجئة التي يكون لها آثار سلبية سيئة على الاقتصاد القومي .

ويجدر الإشارة إلى أن هناك بعض الفقهاء المحدثين الذين يرون أن المضاربة الاقتصادية لها جوانب إيجابية وجوانب أخرى سلبية ، وأن الإسلام يملك من الأدوات ما يساهم في تعميق الجوانب الإيجابية والقضاء على الجوانب السلبية وهو ما يعني أن المضاربة الاقتصادية ليست ممنوعة بشكل مطلق في الشريعة الإسلامية [١] ؛ إذ إن المضاربة الاقتصادية من إيجابياتها إمكانية تخفيض الأسعار لصالح المواطنين عندما يقوم المضاربون بحجب جانب من الطلب عن الأسواق ، مما يؤدي إلى وجود فائض عرض غير حقيقي يترتب عليه انخفاض أسعار العملات المتداولة في الأسواق .

ولا يخفى أن هذا المفهوم للمضاربة الاقتصادية ( المقامرة ) – في رأينا – يتفق مع مقاصد الشريعة الإسلامية الغراء ، التي تمنع وجود أية قوى معوقة لحرية تلاقي قوى العرض وقوى الطلب الحقيقية وليس المصطنعة ، وهو ما يعني أن الإسلام لا يعترف بأي جوانب إيجابية للمضاربة الشرعية ( المقامرة ) ويعتبرها نوعًا من الميسر الذي هو رجس من عمل الشيطان ، ويجب اجتنابه ، شأنه في ذلك شأن الخمر والأنصاب والأزلام التي أمرنا الله ﷻ باجتنابها حتى يتحقق لنا الفلاح والخير في الدنيا والآخرة .

وفي ضوء ما سبق فإن الواضح أن الغالبية العظمى من آراء الفقهاء المحدثين تحرم المضاربة الاقتصادية ( المقامرة ) القائمة على الاحتكار والاستغلال بسبب ما يترتب عليها من أضرار بأسواق العملات الأجنبية وتحقيق مكاسب لبعض التجار على حساب المصالح العامة للأفراد وبدون وجه حق ، أو تحقيق خسائر باهظة للبعض الآخر يترتب عليها أضرارًا للاقتصاد القومي بصفة عامة .

**٤ - مدى مطابقة صور المعاملات المعاصرة في أسواق العملات الأجنبية لأحكام الشريعة الإسلامية :**

توجد عدة صور للتعامل في أسواق العملات الأجنبية ، منها : التعامل بالبيع والشراء فورًا يدًا بيد ، والتعامل عن طريق تحويل النقد الأجنبي من خلال الحسابات المصرفية ، وكذلك التعامل بالمضاربة ( المقامرة ) في أسواق العملات الأجنبية للحصول على أقصى

---

( ١ ) Ibid, p. 93.

ربح ممكن ، وقد تناولت هيئة الفتوى والرقابة الشرعية في بنك دبي الإسلامي الصور المذكورة وبينت مدى مطابقتها للشريعة الإسلامية كما يلي :

**أولا : حكم تبادل العملات مصرفيًا :**

إذ ورد إلى هيئة الفتوى سؤال نصه : « ما حكم شخصين : الأول : مسافر من فرنسا إلى الجزائر ، الثاني : باقٍ في فرنسا ، يقول الأول لصاحبه : ضع في حسابي المصرفي بفرنسا مبلغ كذا بالفرنك الفرنسي ، وأنا بالمقابل أعطي أهلك في بلدك مبلغًا مقابلًا بالعملة الوطنية ؟ » .

الفتوى : « تبادل العملات جائز من حيث الأصل إذا تم الاستلام يدًا بيد ، ونظرًا لتعقد الحياة ، وتيسيرًا على الناس ، يقوم الاستلام الحكمي مقام الاستلام الفعلي يدًا بيد ؛ وذلك استئناسًا بما كان يفعله عبد الله بن الزبير ﷺ إذ كان المسافر إلى العراق لا يعطيه نقودًا ، خشية أن تضيع في الطريق ، ويكتب له كتابًا ليتسلم بدلًا منها من أخيه مصعب في العراق » .

بناءً عليه يتعين الاتفاق بين الطرفين على القيمة المستحقة بالعملة الأخرى بسعر اليوم ، وأن يصدر المقيم شيكًا أو أمرًا ، إلى البنك الموجود به حسابه بتاريخ نفس اليوم بالعملة الأخرى (١) .

وتوضح الفتوى المذكورة أن الاستلام الحكمي يقوم مقام الاستلام الفعلي للنقود ، بهدف التيسير على الناس وحماية أموالهم من الضياع في الطريق في حالة السفر من دولة إلى أخرى ؛ وذلك مع ملاحظة أن يتم الاتفاق على سعر الصرف بين العملتين بسعر اليوم ( السعر الحاضر ) وأن التقابض يكون في نفس المجلس .

ولا يجوز أن يكون تاريخ الاستحقاق المكتوب على الشيك ، أو الأمر آجلًا ، كما لا يجوز أن يكون الشيك مصرفيًا بدون رصيد أو غطاء ، كما أنه لا يجوز أن يكون أحد البديلين نقدًا بالكامل ، والآخر ورقًا مصرفيًا يدفع بالتقسيط أو على دفعات ؛ لأن كل دفعة سيكون لها سعر صرف مختلف عن سعر يوم التعاقد أو التقابض .

---

(١) بنك دبي الإسلامي ، مجلة الاقتصاد الإسلامي ، ( ص ٢٩ ، ٣٠ ) العدد ( ١٠٤ ) ، رجب ( ١٤١٠هـ ) ، فبراير ( ١٩٩٠م ) .

ورغم كل ما سبق فإننا نرى أن الحفاظ على ثبات سعر الصرف حتى موعد تحصيل الورقة المصرفية لم يعد ممكنًا في الوقت الحاضر بسبب سرعة تغيرات أسعار العملات الأجنبية أكثر من مرة في اليوم الواحد ؛ إذ إن البنوك تعلن الآن ثلاثة أسعار يومية حاضرة ومختلفة للعملات الأجنبية وهو سعر الافتتاح ، وسعر الإقفال ، وسعر منتصف اليوم ، فإذا فرضنا أن هناك ورقة مصرفية أو شيكًا يدفع بالعملة الأجنبية حصل عليه أحد المتعاملين بسعر الإقفال ، ثم ذهب إلى البنك في صباح اليوم التالي لصرف المبلغ فإنه بطبيعة الحال سوف يصرفه بسعر يزيد أو ينقص عن ساعة الاتفاق أو التقابض في المجلس ، وهو ما يجعل مثل هذه المعاملات تلحقها شبهة التحريم ؛ ومن ثم لا بد من البحث عن صيغة أو نموذج جديد للتغلب على مثل هذه الشبهات عند التعامل في النقد الأجنبي من خلال المصارف ، أو الصيارفة .

**ثانيًا : المتاجرة بالعملات الأجنبية في الأسواق الحرة :**

والصيغة الثانية التي شملتها فتوى هيئة الرقابة الشرعية لبنك دبي الإسلامي وردت في السؤال التالي [١] :

هناك مسألة من مسائل المال ثار حولها الكثير من الكلام والجدل ؛ فمنهم من ذهب إلى الحل ومنهم من ذهب إلى الحرمة ولم نعثر على الدليل الشافي في كلا الطرفين ، والمسألة أثارت قلق أهالي هذه القرية الباحثة عن الحق إن شاء اللّٰه ، وتتلخص المسألة في حكم الشرع في المتاجرة بالعملة الصعبة في مقابل العملة المحلية ، هذا وإذا علمنا أن الوضع عندنا وصل إلى درجة من الخطورة على الاقتصاد الوطني بشكل كلي ، وعلى العملة المحلية « الدينار الجزائري » بشكل خاص ؛ حيث نجد أن قيمة الدينار قد انهارت في السنوات الأخيرة بسبب تأثير الأزمة الاقتصادية وبعض الإجراءات الحكومية - في السوق الموازية « السوداء » إلى درجة تنذر بالخطر ؛ حيث وصل إلى هذه المساواة :

١دينار جزائري = ٦,٦٩٥ فرنكات فرنسية مع العلم أن سعر الحكومة الرسمي هو ١دج = ١,١٨ ف ف .

والشيء الذي دعا إلى القلق هو : أن الكثير من أبناء هذه القرية لديهم حسابات في

---

(١) المرجع السابق ، ( ص ٣٠ ، ٣١ ) .

البنك الفرنسي ، وهذا إما بحكم وصولهم على التقاعد من هناك أو بحكم عملهم هناك ، هؤلاء الذين اتخذوا منها تجارة رابحة واستغلال هذا الوضع « عدم وجود المنحة السياحية في طرف الدولة » .

لذا أَبَتْ عليَّ نفسي إلا أن أسألك جوابًا شافيًا من الناحية الشرعية والاقتصادية والقانونية بحكم تخصصك في الموضوع .

**ثالثًا : المضاربة بالعملات الأجنبية :**

في سؤال آخر ورد إلى هيئة الفتوى ببنك دبي الإسلامي وردت صيغة المضاربة الاقتصادية بالعملات الأجنبية كما يلي :

السؤال : « إنَّ تهافت الناس على الصرافة ، كما يحدث في لبنان ، بقصد المضاربة بالعملات ، لجني أكبر أرباح ممكنة يؤدي إلى بلبلة الأسواق وارتفاع أسعار العملات الأجنبية ارتفاع بدون مبرر فعلي ، وليس مبنيًا على أي منطق ، ويؤدي هذا إلى ارتفاع أسعار السلع الأساسية بشكل جنوني ، والناس العاديون في النهاية يدفعون هذا الثمن الباهظ ؛ ليعود في جيوب الجشعين ، والمبتزين .

هل هذا مسوغ شرعًا ؟ علمًا بأنه – حسب معرفتي فالصرافة مسموحة على أن تتم يدًا بيد ، وبدون ربا إذا كان ذلك شرعًا غير جائز ، فما حكم العامل ، أو الموظف أو أصحاب الدخل المحدود الذي قد يضطر إلى صرف ما لديه من نقود محلية وإبدالها بعملات أجنبية حفاظًا على مدخوله ومدخراته ورأس ماله على أن يعود لصرفها إذا اضطر للدفع بالعملة الوطنية ، ولكن في الفترة التي يناسبه فيها سعر الصرف علمًا بأن هذا الصنف من الناس الذين يحفظون مدخراتهم من الذوبان السريع لقيمتها يساهم – غالبًا بحسن نية – مع أولئك الجشعين – الذين لا يخافون اللّٰه – بتدهور قيمة العملة الوطنية ؛ بسبب زيادة الطلب على العملات الأجنبية » .

الفتوى : « وقد تدارست الهيئة موضوع تجارة العملة ، والملابسات المحيطة بها من نواحيها الشرعية والاقتصادية والقانونية ، وقد توصلت بعد الدراسة والبحث إلى الجواب التالي : الأصل أن الاتجار بالعملة مباح شرعًا ولا شيء فيه ، بشرط أن يتم التعامل في حدود العرض والطلب المعتاد للناس ، وإذا تعدى التعامل هذه الحدود إلى درجة

الاحتكار والاستغلال كان ضارًا بالمجتمع وأصبح غير جائز شرعًا ، ويجوز لولي الأمر تغيير المباح بما يمنع الضرر عن المسلمين ويحقق مصلحتهم عملًا بقاعدة لا ضرر ولا ضرار ، ووجب على الأفراد الامتثال لما يحقق مصلحة الجماعة .

وترى اللجنة بعد إمعان النظر في واقع الأحوال أن مشكلة انخفاض عملة بعض البلاد ترجع أساسًا إلى الخلل الاقتصادي العام ، وإلى فرض النظام الربوي غير الإسلامي في بلاد المسلمين ، وإلى الشطط في التغيير دون مراعاة للواقع الاقتصادي وائتناسًا بما تقدم فإن الاتجار بالعملة إذا كان متسمًا بالاحتكار والاستغلال كان غير جائز شرعًا (١) .

ومن الفتوى السابقة يتضح لنا في جلاء ، أن المتاجرة بالعملات الأجنبية في الأسواق الحرة حلال ولا شيء فيها ؛ حيث تتحدد الأسعار للعملات المتاجر بها على أساس العرض والطلب ودون إكراه أو استغلال أو احتكار ، وفي حالة اتجاه الأوضاع الاقتصادية لإحدى الدول إلى التدهور فإن ذلك ينعكس على قيمة عملة هذه الدولة مقابل عملات الدول الأخرى مما يؤدي إلى انخفاض قيمة عملة الدولة التي تعاني من مصاعب اقتصادية ، وفي هذه الحالات نجد أن السوق الموازية – السوق السوداء – للعملات تجري فيها كثير من المعاملات خلافًا للسوق الرسمية التي تحدد السلطات الاقتصادية فيها أسعار غير مجزية أو غير حقيقية ، وتعتبر الفتوى أن مثل هذه الحالات تحدث بسبب تطبيق النظام المصرفي غير الإسلامي – النظام الربوي في بلاد المسلمين ، ولكن يستطيع ولي الأمر أن يغير المباح لمنع الضرر عن المسلمين وتحقيق مصالحهم ، ومن قبيل ذلك منع وتحريم التعامل في الأسواق السوداء للعملات الأجنبية لمنع تدهور قيمة العملة الوطنية ، وزيادة أعباء ميزان المدفوعات ، وتحقيق الثراء الفاحش لتجار العملة على حساب بقية أفراد الشعب .

ويستفاد من ذات الفتوى أيضًا ، أن المضاربة الاقتصادية بالعملات الأجنبية ، للحصول على أكبر ربح غير مباحة من وجهة نظر الشريعة الإسلامية ؛ بسبب ما يترتب عليها من أضرار اقتصادية وبسبب ما تنطوي عليه من استغلال وعدم وجود عرض أو طلب في أسواق التعامل .

---

(١) المرجع السابق ، ( ص ٣١ ، ٣٢ ) .

**رابعا : تعجيل سداد العملات الأجنبية :**

إذا كان المال في الذمة مؤجلًا ، وقبل الموعد أراد المدين أن يعجل الدفع ، فما هو الحكم إذا تم مع الصرف أي استبدال الدراهم بدنانير أو الدنانير بدراهم ؟

جاء في المغني والشرح الكبير ما يلي [1] : « فإن كان المقضي الذي في الذمة مؤجلًا ، فقد توقف أحمد فيه ، وقال القاضي : يحتمل وجهين : أحدهما : المنع ، وهو قول مالك ، وشهود قول الشافعي ؛ لأن ما في الذمة لا يستحق قبضه فكان القبض ناجزًا في أحدهما ، والناجز يأخذ قسطًا من الثمن ، والآخر : الجواز ، وهو قول أبي حنيفة ؛ لأنه ثابت في الذمة بمنزلة المقبوض ، فكأنه رضي بتعجيل المؤجل ، والصحيح الجواز ، إذا قضاه بسعر يومها ولم يجعل للمقضي فضلًا لأجل تأجيل ما في الذمة ؛ لأنه إذا لم ينقصه عن سعرها شيئًا فقد رضي بتعجيل ما في الذمة بغير عوض فأشبه ما لو قضاه من جنس الدين ، ولم يستفصل النبي ﷺ ابن عمر حين سأله ولو افترض الحال لسأل واستفصل » .

ويعني ما سبق أن الراجح من الآراء الفقهية هو جواز تعجيل السداد على أن يكون بسعر يوم الاتفاق دون اختلاف السعر في مقابل الزمن نتيجة تعجيل السداد المؤجل .

**خامسا : تأجيل صرف العملات الأجنبية :**

يلجأ بعض المتعاملين في الوقت الحاضر إلى بيع العملات الأجنبية مع الأجل نظير زيادة في الثمن عن سعر التداول اليومي فإذا أراد أحدهم استبدال ألف دولار أمريكي بجنيهات مصرية ، فيقال له : إن السعر الحالي للدولار بسعر ثلاثة جنيهات وخمسة وأربعين قرشًا مثلًا ، وإذا أجلت لمدة سنة مثلًا نحسب لك الدولار بسعر ثلاثة جنيهات وثلاثة وثلاثين قرشًا ، وإذا دفعت الآن وأخذت المقابل بعد شهر - مثلًا - نحسب لك الدولار بسعر ثلاثة جنيهات وخمسة وأربعين قرشًا مثلًا ، وإذا أجلت لمدة سنة مثلًا نحسب لك الدولار بسعر ثلاثة جنيهات وخمسة وسبعين قرشًا ، وهكذا يزيد السعر كلما زاد الأجل .

ومن المتفق عليه شرعًا ، أن التأجيل في الصرف ، لا يجيزه أحد ؛ لأنه يخالف ما أمر به الرسول ﷺ ، ووجه الخطأ هنا يوجد فيما يلي :

---

(١) ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ، ( ١٧٣/٤ ، ١٧٤ ) .

- التأجيل ؛ لأن القبض شرط لصحة الصرف باتفاق الفقهاء لأحاديث الرسول ﷺ .

- زيادة ثمن العملات الأجنبية مقابل الزمن أو زيادة أجل الاستحقاق ، وهو ما ينطوي على الربا في شكله وجوهره .

وإذا كان هناك من يرى أن الربا لا يقع إلا في الذهب والفضة ، وأن العملات مثل السلع يجوز فيها السلم فإن الرد على ذلك يكون بأن النقود الورقية تقوم مقام الدينار والدرهم وتشترك معها في الثمنية ، كما أن السلم لا يجوز فيما يقوم به السعر ؛ وذلك لقول أبي سعيد الخدري رضي الله عنه : « السلم بما يقوم به السعر ربا » ، وقد فطنت هيئات الرقابة الشرعية في البنوك الإسلامية إلى ذلك ، كما أوضح مجمع البحوث الإسلامية ذلك في فتواه عام ( ١٩٦٥م ) ، وأقرّ زكاة النقود في العملات المعاصرة [١] .

ويستفاد مما سبق أن تأجيل صرف العملات الأجنبية يعتبر باطلًا شرعًا ، ويشتمل على الربا ، ولا يمكن قبول السلم في بيع العملات باعتبارها أثمانًا ويكون ربا كذلك .

* * *

---

( ١ ) د. علي السالوس ، النقود واستبدال العملات ، مرجع سابق ، ( ص ٤١ - ٤٧ ) .

## الفَصلُ الثَّالِثُ : النماذج المستعملة حاليًا والنماذج المقترحة للتعامل في أسواق العملات الأجنبية بما يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية

تتعامل المصارف ، وشركات الاستثمار ، والأفراد حاليًا في أسواق العملات الأجنبية ، على أساس البيع الحاضر ، والبيع الآجل ؛ وذلك مع إجراء عمليات التحكيم في البيع الحاضر للعملات ، وذلك بالإضافة إلى المضاربة الاقتصادية في الأسواق الدولية للعملات الحرة ، ونوضح ما سبق كما يلي :

**أ - عمليات التعامل في الأسواق الحاضرة :**

تحدث هذه العمليات بيعًا وشراءً ويكون التسليم والتسلم في نفس المجلس ، إما يدًا بيد ، أو عن طريق القيود الدفترية في حسابات المتعاملين عن طريق البنوك أو السماسرة ، أو عن طريق السندات الاذنية التي يصدرها المتعاملون بالمبلغ أو القيمة المتفق عليها ، وتكون هذه السندات قابلة للتداول . تقوم أسواق التعامل أو البورصات بالإعلان اليومي عن أسعار الافتتاح والإقفال ؛ وذلك بالنسبة للتعامل النقدي بالبنكنوت ، أو التحويلات المصرفية من خلال الحسابات ، والتي عادة ما تختلف أسعارها عن أسعار البيع والشراء للبنكنوت الفوري ، وتكون أكثر ارتفاعًا عن أسعار التعامل بالبنكنوت ، ويكون إعلان الأسعار لكلٍّ من عمليتي البيع والشراء في كل حالة ، ويكون هناك فرق بين أسعار البيع وأسعار الشراء يمثل الربح الذي يحصل عليه المصرف أو السمسار أو الصيارفة من الاتجار في العملات الأجنبية ، وتعبر الأسعار المعلنة في الأسواق عن حقيقة العرض والطلب والعوامل المؤثرة على كلٍّ منهما ؛ وذلك في الدول أو الأسواق التي تتصف بالحرية التامة أو المنافسة الحرة .

**عمليات التحكيم :**

يقوم المتعاملون في الأسواق الحاضرة للنقد الأجنبي بشراء عملات أجنبية من سوق أجنبية معينة ، ثم بيعها في أسواق أجنبية أخرى بالسعر الحاضر للحصول على أرباح ؛ حيث يكون الشراء بسعر رخيص ، أما البيع فيكون بسعر مرتفع نسبيًا ، ويترتب على تكرار هذه العملية تحقيق التوازن بين أسعار العملات الأجنبية في الأسواق الحاضرة إذا ما كانت هناك إمكانية لتحويل العملات الأجنبية عبر مختلف دول العالم أو في حالة عدم وجود رقابة على النقد الأجنبي والتعامل فيه .

**تجارة العملات الأجنبية :**

تلجأ بعض البنوك والشركات المالية أو المصرفية والأفراد إلى التجارة في العملات الأجنبية ؛ بهدف الربح المرتفع من خلال عمليات الصرف الأجنبي ( نموذج بيت التمويل الكويتي ) .

وفي نفس الوقت ، فإن هناك بعض المتاجرين في العملات الأجنبية ، بهدف إجراء المعاملات الدولية المصرفية وليس بهدف الربح ( نموذج بنك دبي الإسلامي ) .

وينطوي الاتجار في العملات الأجنبية على قدر مرتفع من المخاطرة ، التي قد يترتب عليها خسائر محتملة ، تؤدي إلى ضياع الأموال الخاصة بأصحاب الودائع ، أو أصحاب رأس المال ، وهي بطبيعة الحال تختلف عن عمليات التحكيم السابق الإشارة إليها والتي تؤدي إلى تحقيق التوازن بين أسعار العملات الأجنبية المتداولة في أسواق العملات الأجنبية .

**ب - عمليات التعامل في الأسواق الآجلة للعملات المختلفة :**

تحدد هذه العمليات عندما يتفق المتعاملون في أسواق العملات الأجنبية على بيع ، أو شراء عملات أجنبية يتم تسليمها في المستقبل على أساس سعر يتفق عليه في الحال ، أي : أنها عقد لازم في موعد استحقاقه ، ويخضع لأحكام القانون الوضعي في حالة عدم التنفيذ .

وتحرم قوانين إنشاء بعض البنوك الإسلامية هذه المعاملات على الإطلاق ؛ حيث نص

قانون إنشاء البنك الإسلامي الأردني على شراء وبيع العملات الأجنبية على أساس السعر الحاضر دون السعر الآجل ، وكذلك يفعل بنك فيصل الإسلامي السوداني .

وباستقراء النظم المتبعة في أسواق الصرف الآجل ، نجد أن هناك علاقة وثيقة بين السعر الآجل للعملات الأجنبية ، وأسعار الفائدة ؛ حيث يقوم المتعاملون بشراء العملات الأجنبية ، وإيداعها في المصارف الأجنبية ، لحين حلول موعد استحقاق العملات الآجلة والحصول على فائدة إيداع خلال الفترة من تاريخ التعاقد إلى تاريخ الاستحقاق ، وعادةً ما تؤثر الفائدة على الفرق بين السعر الحاضر للعملات الأجنبية والسعر الآجل لها ؛ إذ إنه في حالة ارتفاع سعر الفائدة التي يمكن الحصول عليها في الخارج عن سعر الفائدة في الداخل يقوم المتعاملون ببيع العملات الآجلة بسعر يقل عن سعر الصرف الحاضر ، وفي حالة انخفاض أسعار الفائدة على الودائع في الخارج عن أسعار الفائدة في داخل البلاد يحدد البائعون سعرًا آجلًا مرتفعًا عن سعر الصرف الحاضر بمقدار الفرق بين سعر الفائدة في الداخل وسعر الفائدة في الخارج [(١)] .

وقد تلجأ بعض البنوك ، أو شركات الاستثمار أو الصيارفة إلى تقديم عملة حاضرة لمؤسسة مالية مقابل التزام هذه المؤسسة بتسليم مبلغ محدد سلفًا من عملة أجنبية أخرى في تاريخ لاحق لتاريخ الاتفاق أو التعاقد ، ولا يخفى أن مثل هذه المعاملات لا يتحقق فيها التقابض الفوري وهي محظورة في الإسلام حتى ولو لم يكن فيها ربح طالما أنها مؤجلة [(٢)] .

**جـ - المضاربة الاقتصادية ( المقامرة ) :**

سبق أن تعرضنا لتعريف المضاربة الاقتصادية ، وموقف الفقهاء المحدثين منها ، ويعتبر هذا النوع من المعاملات من أكثر النماذج مخاطرةً وشيوعًا في الأسواق العالمية ؛ نظرًا لما يترتب عليه من تحقيق أرباح كبيرة جدًّا تزيد على رأس المال أو رصيد التعامل لتجار

---

(١) د. سامي حمود ، أعمال الصرف وتبادل العملات ، وأحكامها في الفقه الإسلامي ، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر الثاني للمصرف الإسلامي ، ( ص ٢٣٠ - ٢٣٢ ) الكويت ، مارس ، ( ١٩٨٣م ) .

(٢) د. محمد عبد الله دراز ، الربا في نظر القانون الإسلامي ، الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية ، القاهرة ، بدون تاريخ ، ( ص ١٤ - ١٧ ) .

العملات المتداولة ، غير أنه يمكن أن يؤدي إلى خسائر فادحة جدًا تبدد معها رأس المال كله ، ونظرًا لأنها تنطوي على قوى صورية للعرض والطلب يشوبها الاحتكار والاستغلال فإن كثيرًا من فقهاء المسلمين يرى فيها شبهة تحريم ؛ لأن تحديد القيم يخرج عن إرادة المتعامل في العملات الأجنبية ، ويصبح شأنه في ذلك شأن المقامر ، والمعروف أن الإسلام حرم الميسر ، ورغم ذلك فإن بعض الفقهاء ينفي تهمة الميسر أو القمار عن هذه المعاملات ؛ لأن التوقعات التي يتوقعها المتعامل في السوق قد تتحقق ويربح ، وقد لا تتحقق فيخسر ، شأنها في ذلك شأن أسعار أية سلعة أو بضاعة ، ولم يقل أحد بأن التعامل في بيع وشراء السلع من الميسر والقمار ، كما أنه لم يرد نص يحرم تبادل العملات بهدف تحقيق الأرباح من فروق الأسعار ، والأصل في العقود الإباحة إلا ما ورد فيه نهي أو تحريم [١] .

**النماذج المقترحة :**

رأينا فيما سبق أن حكم الإسلام في التعامل في العملات الأجنبية غاية في البساطة والوضوح ؛ حيث يشترط لجواز المعاملات من الناحية الشرعية أن يكون تبادل العملات المحلية بالعملات الأجنبية على أساس سعر السوق ( العرض ، والطلب ) وبشرط القبض الفوري يدًا بيد .

وتتحقق هذه الشروط في المعاملات في أسواق أسعار العملات الأجنبية الحاضرة عند التعامل النقدي ، أما بالنسبة للتحويلات المصرفية فقد رأينا بعض الفقهاء يجيز التحويل على أساس القبض الحكمي بالقيود الحسابية ودلالة العرف والمعروف كالمشروط ، كما أن تحويل النقود ليس مثل بيع العملات حتى يكون يدًا بيد .

ويجتهد بعض الفقهاء فيرى إمكانية تكييف الموضوع على أنه حوالة على مدين وذلك بأن يقوم العميل بشراء العملات الأجنبية من البنك ، عن طريق حسابه لديه بالنقد المحلي ، فيصبح الحوالة على مدين ، أو يكون التحويل المصرفي الخارجي مزدوجًا من عَمليتين ؛ هما : بيع الدَّين ، وحوالة الدَّين ، وهما جائزان شرعًا طالما أنه لا يوجد

---

(١) أحمد محيي الدين أحمد حسن ، مرجع سابق ، ( ص ٣٣٤ ) .

تأخير زمني ، ترتب عليه شبهة الربا ، وأن التحويل يتم على أساس السعر السائد في الأسواق للعملات الأجنبية ( السعر الحاضر ) وقت التحويل .

**ونقترح النموذج التالي لإتمام التحويلات المصرفية :**

إذا كان للعميل حساب حر بالنقد الأجنبي لدى أحد البنوك فإنه يستطيع سحب شيك على حسابه لدى البنك بالعملات الأجنبية ، وإرسال الشيك إلى الدائن على عنوانه في الخارج ليقوم بتحصيل قيمته بالداخل من البنك المراسل في الخارج دون الحاجة إلى التحويل من إحدى العملات إلى أخرى .

كما يستطيع العميل الذي ليس له حساب حر بالنقد الأجنبي أن يشتري النقد الأجنبي من أحد البنوك أو أحد الصيارفة ، ثم يقوم بإيداع العملات الأجنبية لدى البنك الذي يتعامل معه ، ويسحب عليه شيكًا مقبول الدفع بالعملة الأجنبية ، ويقوم بإرسال الشيك بالبريد إلى الدائن في الدولة الأجنبية ؛ حيث يقوم بدوره بتحصيل قيمته من البنك المراسل في الخارج دون وجود أي حرج في بيع الدَّين أو إجراء حوالة الدَّين .

ولا يخفى أن كافة العمولات والمصروفات الإدارية التي يتقاضاها البنك المحلي أو البنك المراسل تعتبر جائزة شرعًا ، غير أن البنك في هذه الحالة ليس مضطرًا إلى إضافة قيمة المصروفات والعمولات إلى ثمن بيع النقد الأجنبي .

ويجدر الإشارة إلى أنه في بعض الدول التي تتبع المبادئ الاشتراكية في إدارة الاقتصاد القومي لا تسمح للأفراد والمصارف الخاصة بالتعامل في النقد الأجنبي ، وفي مثل هذه الحالات يصعب شراء العميل للنقد الأجنبي مباشرة من الأسواق ، ثم إيداعه في البنك والسحب عليه بشيكات كما نقترح ، وللتغلب على ذلك يضطر العميل إلى إيداع نقد محلي لدى أحد البنوك الحكومية ، ثم يطلب إليه تحويل نقد أجنبي بالقيمة المعادلة بالسعر الحسابي الذي تحدده الحكومة في ظل الرقابة على النقد إلى الدائن في الخارج ؛ ومن ثم فإنه لا مناص من اتباع أسلوب بيع الدين ، ثم حوالة الدين مع حصول البنك على العمولات والمصروفات الإدارية وإضافتها إلى تكلفة بيع العملة الأجنبية للعميل ، وكل ذلك جائز شرعًا ، قياسًا على الحوالات الداخلية ، وقد يسحب العميل شيكًا بدون غطاء على أحد البنوك ، فيكون بمثابة تسهيل مصرفي ، وبمثابة أمر ، من

البنك الساحب للبنك المسحوب عليه بإقراض العميل المستفيد قيمة الشيك مع ضمان البنك الساحب للقرض أو بالخصم من حساب البنك الساحب لدى البنك المسحوب عليه ، كما يمكن اعتبار ذلك عقد بيع للعملات الأجنبية من البنك إلى العميل في حدود قيمة الشيك التي تعتبر دينًا في ذمة المستفيد ( العميل ) مقدرة بالعملة المحلية ، وذلك دون أن يكون الثمن مؤجلًا حتى لا يكون بيعًا للدَّين بدين ( الكالئ بالكالئ ) المنهي عنه ، وفي حالة تأجيل الثمن يجب أن يكون بعقد مستقل عن عقد بيع العملات الأجنبية حتى يكون جائزًا من الناحية الشرعية [١] .

**المعاملات الآجلة :**

سبق أن أشرنا إلى أن الإسلام يحرم تأجيل ثمن العملات ، ويشترط القبض الفوري يدًا بيد في المجلس ، ودون لبس ، وأن يكون السعر حسب السوق الحرة ؛ ولذلك ترفض كثير من البنوك الإسلامية التعامل الآجل في العملات الأجنبية ، غير أن بعض المجتهدين المعاصرين يرون جواز التعامل الآجل في النقد الأجنبي في عمليات التجارة الخارجية أي : أن شراء العملة يكون بغرض دفع ثمن سلعة تستورد من الخارج [٢] .

قد حاول البعض الآخر تصوير المعاملات الآجلة في سوق الصرف على أنها مواعدة على الصرف ، ولكن الشواهد تبين أن العقد يكون ملزمًا فلا يكون مواعدة كما أن الكثير من الروايات والاجتهادات الفقهية القديمة والمعاصرة ترى عدم جواز المواعدة في الصرف ؛ وبذلك فإنه لا يجوز الاتفاق على سعر صرف مقدمًا ، ويتم التنفيذ فيما بعد ، إلا في حالة المواعدة دون وجود عقد ملزم في رأي البعض ، أو عدم جوازها على الإطلاق في رأي البعض الآخر [٣] ، وفي رأي بعض الفقهاء المعاصرين أنه يمكن للعميل أن يطلب من البنك الذي يتعامل معه أن يتعاقد نيابة عنه مع البنك المركزي على شراء آجل لعملة البلد المصدر مقابل مبلغ معين يتفق عليه المصدر والمستورد لكي يضمن المستورد عدم اضطراره إلى دفع زيادة عن القيمة المتفق عليها مهما اختلفت أسعار الصرف بعد ذلك

---

( ١ ) السيد محمد باقر الصدر ، البنك اللاربوي في الإسلام ، مرجع سابق ، ( ص ١٤٣ ) .

( ٢ ) محمود أبو السعود ، الاستثمار الإسلامي في العصر الراهن ، ( ص ١٠١ ، ١٠٢ ) ، مجلة المسلم المعاصر ، العدد ( ٢٨ ) ، ديسمبر ( ١٩٨١م ) .

( ٣ ) أحمد محيي الدين أحمد حسن ، مرجع سابق ، ( ص ٣٤٠ - ٣٤٤ ) .

بشرط عدم تأجيل الثمن في نفس العقد يمكن أن يكون في عقد مستقل [1] .

والواقع أن كافة هذه التخريجات ، غير صحيحة ، طالما أن العقد ملزم ، وليس مواعدة على الصرف ، وهي التي كرهها الكثير من الفقهاء في الصرف ؛ ومن ثم فإنه لا بد من البحث عن صيغة أخرى أكثر قبولًا من وجهة نظر الشريعة الإسلامية ، وهو ما نحاوله في النموذج التالي :

**نموذج مقترح للمعاملات الآجلة :**

يستهدف المتعاملون في الأسواق الآجلة للعملات الأجنبية عدم التعرض لمخاطر تقلبات سعر الصرف ، ويمكن تحقيق ذلك إذا ما كانت المعاملات الآجلة بين العميل والبنك تتم في أسواق تتمتع باستقرار سعر الصرف ، ونقترح أن يكون لدى البنوك ( وحدة نقد حسابية إسلامية ) ، تتخذ أساسًا لتسوية الحسابات بين العميل والبنك ، وبين المصدر والمستورد على مستوى الدول الإسلامية ، ويجب أن يتم تحديد قيمة للوحدات الحسابية الإسلامية على أساس معادل لوحدات حقوق السحب الخاصة ، أو وحدة النقد الأوروبية مع تحديد وزن معادل من الذهب للوحدة الحسابية المقترحة ، وفي هذه الحالة نجد أنه لا يكون هناك بيع وشراء آجل لعملة ما مقابل عملة أخرى ؛ بل مجرد تسوية حسابية بالعملة المقترحة التي تمثل أوزانًا نسبية لعملات الدول الإسلامية التي تتمتع بوزن نسبي مرتفع نسبيًا في التجارة الدولية .

ويجدر الإشارة إلى أن تسوية الحسابات الآجلة بالوحدة الحسابية المقترحة ، لا يتضمن سدادًا آجلًا للعملات ؛ بل يتم دفع العملات فورًا والحصول على وحدات حسابية معادلة ( يعاد دفعها إلى الدائن الذي يمكنه تحويل قيمتها إلى وحدات حقوق السحب الخاصة والحصول على قيمتها بإحدى العملات الدولية القابلة للتحويل ) .

ولا يخفى أنه إذا كانت الشريعة الإسلامية تشترط المناجزة في التعامل بالعملات الأجنبية فإن ذلك غير مشترط في الوحدات الحسابية التي لا تعتبر عملات متداولة بل سلة عملات حسابية تستخدم في تسوية المدفوعات الحاضرة والآجلة على السواء ، ولها

---

( ۱ ) السيد محمد باقر الصدر ، مرجع سابق ، ( ص ۱۳۸ ، ۱۳۹ ) .

وزن محدد من الذهب لضمان استقرار قيمتها مقابل كافة العملات العالمية ، ويمكن استخدام هذا النموذج أيضًا في بيوع المرابحة للسلع المستوردة من الخارج دون اشتراط انفصال عقدي العملة ، والمرابحة للآمر بالشراء .

**نموذج المضاربة الاقتصادية ، أو تجارة العملات الأجنبية :**

أوضحنا فيما سبق أن المضاربة الاقتصادية في العملات الأجنبية ينطوي على مخاطر كبيرة تجعل الكثير من الفقهاء يقولون : بعدم جوازها من وجهة نظر الشريعة الإسلامية باعتبارها مقامرة كالميسر وهو منهي عنه في الإسلام .

وذلك في الوقت الذي يرى فيه بعض الفقهاء جوازها شرعًا شأنها في ذلك شأن أي سلعة يمكن للتاجر أن يكسب فيها أو يخسر .

وللتغلب على الخلاف السابق في الرأي نرى أن يكون التعامل بالمضاربة في أسواق العملات الأجنبية عن طريق البنوك فقط ، وذلك في البورصات المحلية ، وأن ينشأ صندوق لدى البنك المركزي يطلق عليه ( صندوق تصحيح المضاربة ) يتكون رأس ماله من مساهمات البنوك في رأس مال الصندوق اختياريًا ، ويتم استخدام رصيد الصندوق لتحقيق التوازن في البورصات التي تحدث فيها المضاربة على العملات الأجنبية في بورصات الدول الإسلامية لمنع حدوث تغيرات كبيرة ومفاجئة في قيمة العملات المتداولة ، أما المضاربة في الأسواق العالمية فتحكمها عوامل لا يمكن السيطرة عليها ؛ ومن ثم فإنه من الأفضل تجنب المعاملات فيها على الإطلاق باعتبار أن درء المفاسد يقدم على جلب المنافع ؛ إذ المعروف أن معاملات البورصات العالمية تقوم على التأثير على قوى العرض والطلب بحيث تصبح السوق صورية ، ويشوبها الاحتكار والاستغلال والغرر ، وكلها أشكال ترفضها الشريعة الإسلامية للأسواق في الإسلام .

* * *

# المراجع

**المراجع العربية :**

**أولاً : الكتب :**

**القرآن الكريم :**

**أ - كتب التراث :**

١ - ابن القيم ، زاد المعاد ، الجزء الثالث ، المطبعة المصرية ، مصر ، ( ١٩٧٢م ) .

٢ - إعلام الموقعين عن رب العالمين ، دار الجيل ، الجزء الثاني .

٣ - الطرق الحكمية ، مطبعة دار الفكر ، بيروت .

٤ - ابن تيمية ، الفتاوى ، الجزء التاسع والعشرون .

٥ - ابن رشد ، مقدمات ابن رشد ، دار صادر ، بيروت ، الجزء الأول والثاني .

٦ - ابن عابدين ، رد المحتار ، الجزء الرابع والخامس .

٧ - ابن قدامة ، المغني ، الجزء الرابع .

٨ - ابن ماجه ، سنن ابن ماجه ، الجزء الثاني ، دار إحياء الكتب العربية ، القاهرة .

٩ - أبو حامد الغزالي ، إحياء علوم الدين ، دار القلم ، بيروت ، الجزء الرابع .

١٠ - أبو داود ، السنن ، كتاب البيوع .

١١ - البيهقي ، السنن الكبرى ، الجزء الخامس .

١٢ - الحطاب ، مواهب الجليل ، الجزء الرابع .

١٣ - السمهودي ، وفاء الوفا بأخبار دار المصطفى ، تحقيق محمد محيي الدين عبد الحميد ، دار إحياء التراث العربي ، بيروت ، ( ١٩٨١م ) ، الجزء الثاني .

١٤ - الشاطبي ، الموافقات ، الجزء الثاني .

١٥ - الشيرازي ، المهذب ، الجزء الأول .

١٦ - الموصلي ، الاختيار ، الجزء الثاني .

١٧ - مالك بن أنس ، المدونة الكبرى ، الجزء الثالث .

**ب - الكتب الاقتصادية المعاصرة :**

١٨ - د. أبو بكر المتولي ، د . شوقي إسماعيل شحاته ؛ اقتصاديات النقود في إطار الفكر الإسلامي ، مكتبة وهبة ، القاهرة ، ( ١٩٨٣م ) .

١٩ - د. أحمد عبده محمود ؛ العلاقات الاقتصادية الدولية ، كلية التجارة ، جامعة الأزهر ، القاهرة ، ( ١٩٨١م ) .

٢٠ - أحمد محيي الدين أحمد حسن ؛ عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية ، بنك البركة الإسلامي للاستثمار ، البحرين ، الطبعة الأولى ، ( ١٩٨٦م ) .

٢١ - د. حمدي عبد العظيم ؛ سياسة سعر الصرف وعلاقتها بالموازنة العامة للدولة ، مكتبة النهضة المصرية ، القاهرة ، ( ١٩٧٨م ) .

٢٢ - د. رفيق المصري ؛ الإسلام والنقود ، مؤسسة الرسالة ، بيروت ، ( ١٩٧٧م ) .

٢٣ - د. شوقي إسماعيل شحاته ؛ محاسبة زكاة المال علمًا وعملًا ، مكتبة الأنجلو المصرية ، القاهرة ، ( ١٩٧٠م ) .

٢٤ - عبد العزيز إبراهيم العمري ؛ الحرف والصناعات في الحجاز في عصر الرسول ﷺ ، الناشر المؤلف ، القاهرة ، ( ١٩٨٥م ) .

٢٥ - د. عبد العزيز فهمي هيكل ؛ موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية ، دار النهضة العربية ، بيروت .

٢٦ - د. عدنان خالد التركي ، السياسة النقدية والمصرفية في الإسلام ، مؤسسة الرسالة ، الأردن ، ( ١٩٨٨م ) .

٢٧ - د. علي السالوس ، النقود واستبدال العملات ، مكتبة الفلاح ، بيروت ، ( ١٩٨٥م ) .

٢٨ - محمد باقر الصدر ، البنك اللاربوي في الإسلام ، دار التعارف للمطبوعات ،

بيروت ، ( ١٩٨٣م ) .

٢٩ - د. محمد عبد الله دراز ، الربا في نظر القانون الإسلامي ، الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية ، القاهرة (بدون تاريخ ) .

٣٠ - د. مقبل جميعي ، الأسواق والبورصات ، الناشر المؤلف ، الإسكندرية (بدون تاريخ ) .

**ثانيا : البحوث والدوريات :**

١ - بنك دبي الإسلامي ، مجلة الاقتصاد الإسلامي ، العدد ( ١٠٤ ) رجب ( ١٤١٠هـ ) / فبراير ( ١٩٩٠م ) .

٢ - د. سامي حمود ، أعمال الصرف وتبادل العملات وأحكامها في الفقه الإسلامي ، المؤتمر الثاني للمصرف الإسلامي ، الكويت ، مارس ( ١٩٨٣م ) .

٣ - د. فتحي خليل الخضراوي ، نظرية الكارثة وانهيار الإثنين الأسود ، مجلة العلوم الاجتماعية ، جامعة الكويت ، المجلد ( ١٦ ) ، العدد الثالث ، خريف ، ( ١٩٨٩م ) .

٤ - محمود أبو السعود ، الاستثمار الإسلامي في العصر الراهن ، مجلة المسلم المعاصر ، العدد ( ٢٨ ) ، ديسمبر ( ١٩٨١م ) .

٥ - د. معبد علي الجارحي ، الأسواق المالية في ضوء الإسلام ، من بحوث مؤتمر الإدارة المالية في الإسلام ، مؤسسة آل البيت ، عمان ( ١٩٨٩م ) .

* * *

٥٠١/١١

# المحتويات

## الكتاب الأول :
## أسواق الأوراق المالية
## ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية ،
## ودراسة مقارنة بين النظم الوضعية
## وأحكام الشريعة الإسلامية


مقدمة ........ ٧

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية ........ ١٧

تمهيد ........ ١٧

المبحث الأول : سوق الأوراق المالية ، المفهوم ، الوظائف ، معايير الكفاءة ........ ٢٢

المبحث الثاني : طرق وأساليب تنفيذ العمليات في مختلف البورصات ، والقوانين الحاكمة للتعامل في بعض الأسواق ........ ١٠٧

المبحث الثالث : التنمية الاقتصادية ، ودور أسواق الأوراق المالية في تمويلها ........ ١٥٣

الفصل الثاني : البيوع في أسواق الأوراق المالية ، ونظرة الشريعة الإسلامية إليها ........ ٢٢٧

تمهيد ٢٢٧

المبحث الأول : الشركات في الفقه الإسلامي وموقف الشريعة الإسلامية من شركات المساهمة ........ ٢٢٩

المبحث الثاني : أدوات سوق الأوراق المالية وموقف الفقه الإسلامي منها ........ ٢٦١

المبحث الثالث : أنواع البيوع وصيغ العقود في أسواق الأوراق المالية ،
والآثار المترتبة عليها ، وموقف الفقه الإسلامي منها ........ ٣٢١
خاتمة وتوصيات ........ ٣٩٩
المراجع ........ ٤٠٥

## الكتاب الثاني :
## التعامل في أسواق العملات الدولية

مقدمة ........ ٤٢١
الفصل الأول : المعاملات المعاصرة في أسواق العملات الأجنبية ........ ٤٢٥
الفصل الثاني : الرأي الشرعي في المعاملات في أسواق العملات الأجنبية .... ٤٥٣
الفصل الثالث : النماذج المستعملة حاليًا ، والنماذج المقترحة للتعامل في أسواق
العملات الأجنبية بما يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية ........ ٤٨٩
المراجع ٤٩٧

* * *

رقم الإيداع

١٩٤٥ / ٢٠١٠

الترقيم الدولي I.S.B.N

978 - 977 - 342 - 848 - 8

انتهى المجلد الحادي عشر من

---

موسوعة

# الاقتصاد الإسلامي

في المصارف والنقود والأسواق المالية

المسمى

# الأسواق المالية في الإسلام